

# Alma Media

Laaja raportti

10.06.2023 12:05



**Petri Gostowski**  
+358 40 8215982  
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Arvonluontia digitaalisella liiketoimintaportfoliolla

Toistamme Alma Median lisää-suosituksemme ja laskemme tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 10,5 euroa) kohollaan olevia toimintaympäristön riskejä peilaten. Valtaosa Alma Median tulovirroista muodostuu digitaalisista liiketoiminnoista, jotka omaavat vahvan markkina-aseman ja kilpailukyyn. Nämä tekijät huomioiden, yhtiöllä on arviomme mukaan varsin hyvät edellytykset pitkän tähtäimen arvonluontiin.

## Kilpailukykyisiä ja pääosin digitaalisia liiketoimintoja mainiolla pääomantuottokyvyllä varustettuna

Alma Median liikevaihdosta 81 % (2022) ja arviomme mukaan vielä tätä suurempi osa tuloksesta muodostuu pitkällä tähtäimellä kasvavista ja hyvin kannattavista digitaalisista liiketoiminnoista. Näiden liiketoimintojen ytimen muodostavat digitaaliset rekryointipalvelut ja asumisen sekä autoilun markkinapaikat, joissa yhtiöllä on vahvan markkina-aseman ansiosta erinomainen kilpailukyky. Tämä muodostaa vankan pohjan, jonka päälle yhtiö voi kehittää uusia digitaalisia palveluita, jotka vahvistavat tarjoomaa ja arvonluontipotentialia. Näiden palveluiden kasvu on myös arvokasta, koska ne eivät tyypillisesti sido merkittävästi pääomaa ja niiden kannattavuus on korkea. Nykyisen liiketoimintaportfolion kasvua hidastaa kotimaan painetun median kehitys, joka arviomme mukaan jatkaa selvää laskua median murroksen vetämänä. Tämän suhteellinen osuus liikevaihdosta on kuitenkin laskenut varsin kohtuulliselle tasolle (2022: 14 %).

## Lyhyen tähtäimen kasvua jarruttaa talouskehitys, pidemmän tähtäimen kasvunäkymä on terve

Arviomme mukaan Alma Median lyhyen tähtäimen kasvunäkymä on vaisu, minkä taustalla on erittäin voimakkaasti vuonna 2022 kasvaneen rekryointiliiketoiminnan kasvun jarruttaminen ja mainosmarkkinan vaisu kehitys talouskasvua peilaten. Keskipitkällä tähtäimellä liiketoimintaportfolion kasvunäkymä taas on arviomme mukaan hyvä. Tätä kokonaiskuvaava peilaten ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan lähivuosina keskimäärin 1 %:n vauhtia (2022-2025e). Odotamme kuluvan vuoden tuloksen laskevan kustannuspaineita mukaillen erinomaiselta viime vuoden tasolta ja lähivuosien vuotuisen operatiivisen tulokasvun odotamme jäävän keskimäärin noin nollan tuntumaan (2022-2025e). Historiassaan Alma Media on vahvistanut kasvuaan sekä pienemmillä että suurilla yritysostoilla, joita yhtiön rahoitusasema arviomme mukaan mahdollistaa myös jatkossa. Keskeiset riskitekijät linkittyvät päämarkkinoiden talouskehitykseen, jolla on linkki yhtiön palveluiden kysyntään ja niiden korkean kannattavuuden myötä myös tulokseen. Tämänhetkessä selvästi hidastuneessa talouskasvun ympäristössä tämä riski mielestämme korostuu rekryointiliiketoiminnassa, jonka vuodet 2021-2022 olivat erittäin vahvoja.

## Tuotto/riski-suhde taipuu houkuttelevaksi

Edellisen 12 kuukauden tuloksella Alma Median osakkeen arvostus on maltillinen (LTM P/E 13x ja EV/EBIT 11x). Odotamme kuluvan vuoden tuloksen laskevan väkivahvalta vuoden 2022 tasolta, mikä kohottaa lyhyen tähtäimen arvostusta. Asteittain lähivuosina vahvistuva tulos painaa arvostuksen lähivuosien ennusteillamme jälleen maltilliseksi (2025e P/E-kerroin 14x ja EV/EBIT-kerroin 11x). Siten arvostuksen nousuvara yhdessä reilun 5 %:n osingon ennusteemme kanssa nostavat lähivuosien tuotto-odotuksen houkuttelevalle tasolle. Osakkeen maltillista arvostusta kuvaa myös kassavirtamallimme, joka on 10,7 euroa/osake ja tuntuvasti yli nykykurssin.

## Suositus

### Lisää

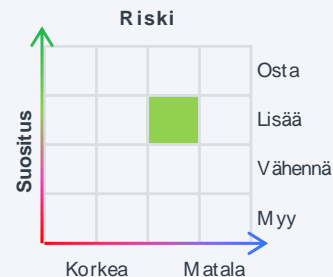
(aik. Lisää)

### 10,00 EUR

(aik. 10,50 EUR)

### Osakekurssi:

8,92



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	309	306	310	315
<b>kasvu-%</b>	12 %	-1 %	1 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	73,4	67,6	69,1	71,8
<b>EBIT-% oik.</b>	23,8 %	22,1 %	22,3 %	22,8 %
<b>Nettotulos</b>	72,4	47,9	50,8	52,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,72	0,59	0,62	0,65
<b>P/E (oik.)</b>	13,1	15,0	14,3	13,7
<b>P/B</b>	3,8	3,4	3,2	3,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,7 %	5,2 %	5,4 %	5,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,5	12,7	12,2	11,5
<b>EV/EBITDA</b>	9,5	10,2	9,8	9,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,0	2,8	2,7	2,6

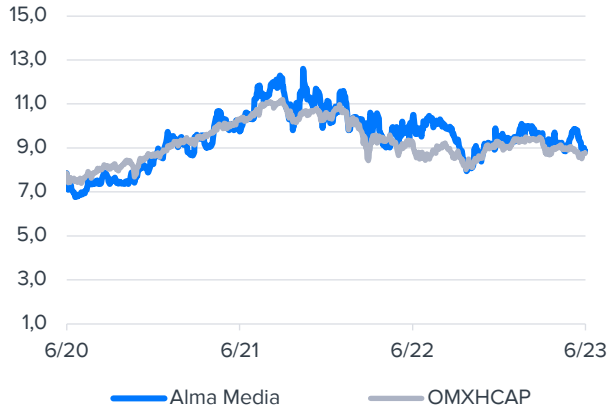
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

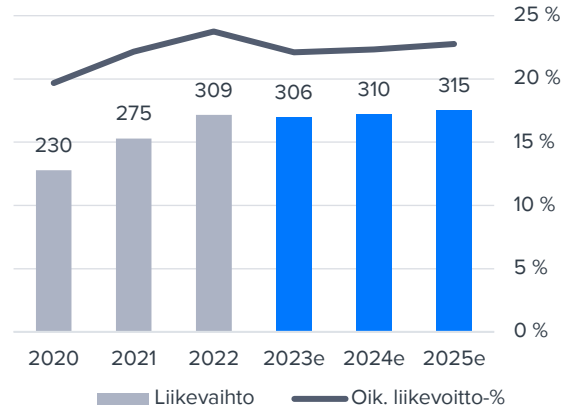
(Ennallaan)

Alma Media arvioi vuoden 2023 liikevaihdon (2022: 309 MEUR) ja oikaistun liikevoiton (2022: 73,4 MEUR) olevan vuoden 2022 tasolla tai laskevan vuodesta 2022.

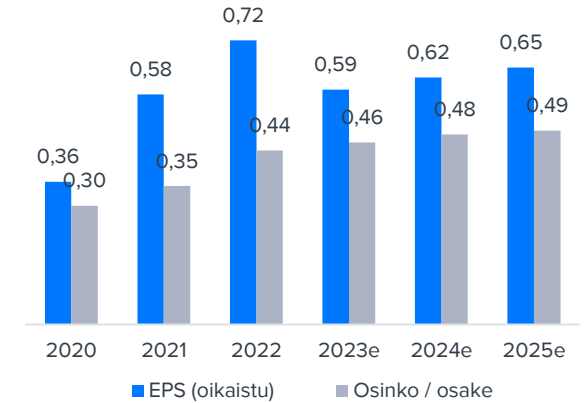
## Osakekurssi



## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Arvoajurit

- Digitaalisten liiketoimintojen kannattava kasvu
- Markkinapaikkaliiketoimintojen positiiviset pitkän aikavälin markkinatrendit
- Medialiiketoimintojen vakaa kannattavuuskehitys ja hyvä kassavirta
- Yritysjärjestelyoptio, joka on historiallisten näyttöjen valossa positiivinen



## Riskitekijät

- Suhdanherkkyys etenkin mainonnassa ja rekryointiliiketoiminnassa
- Media-alan murroksen kiihtyminen ja painetun median lasku
- Uusien teknologioiden aiheuttamat kilpailuriskit
- Kilpailuaseman ja -dynamiikan mahdolliset muutokset

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,92	8,92	8,92
Osakemäärä, milj. kpl	82,2	82,2	82,2
Markkina-arvo	733	733	733
Yritysarvo (EV)	860	843	825
P/E (oik.)	15,0	14,3	13,7
P/E	15,3	14,4	13,9
P/B	3,4	3,2	3,0
P/S	2,4	2,4	2,3
EV/Liikevaihto	2,8	2,7	2,6
EV/EBITDA (oik.)	10,2	9,8	9,3
EV/EBIT (oik.)	12,7	12,2	11,5
Osinko/tulos (%)	78,9 %	77,7 %	76,2 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	5,4 %	5,5 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-9</b>
Strategia	<b>10-12</b>
Toimialakatsaus - markkinapaikat	<b>13-15</b>
Toimialakatsaus - media	<b>16-19</b>
Alma Career	<b>20-22</b>
Alma Consumer	<b>23-24</b>
Alma Talent	<b>25-26</b>
Taloudellinen tilanne	<b>27-28</b>
Ennusteet	<b>29-31</b>
Sijoitusprofiili	<b>32-33</b>
Arvonmääritys	<b>34-35</b>
Taulukot	<b>36-40</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>41</b>

# Alma Media lyhyesti

Alma Media on Suomessa ja itäisessä Keski-Euroopassa toimiva digitaalisiin rekrytointi- ja markkinapaikkapalveluihin ja talous- ja ammattilehtien julkaisuun keskittynyt konserni.

## 2013-2015

- Median rakennemuutoksen kiihtyminen, vaisu talousympäristö ja rakennemuutoskulut painavat Alma Median mediatoimintojen tuottoja ja kannattavuutta
- Itäisen Keski-Euroopan rekrytointiportaalien liiketoimintaa laajennetaan yritystoin uusille markkina-alueille ja Tšekissä. Samalla yhtiö myi kansainvälisen raskaiden ajoneuvojen markkinapaikka-liiketoiminnan
- Talentum-yritysosto nostaa merkittävästi mediatoimintojen kokoa

## 2016-2020

- Talentum yritystoston integroiminen ja heikosti kannattavien, ei-kasvavien liiketoimintojen divestoinnit
- Mittavat liiketoiminnan ja hallinnon tehostusohjelmat
- Kannattavuus kääntyy vahvaan nousuun tehokkuuden kasvun, ja digiliiketoiminnan vahvan ja kannattavan kasvun myötä
- Digitaalisen liiketoiminnan osuus jatkuvien toimintojen liikevaihdosta nousee 71 %:iin
- Yhtiö myi alueellisen sanomalehti- ja painoliiketoiminnan

## 2021-2022

- Nettix-yritystoston uuteen kokoluokkaan markkinapaikkaliiketoiminoissa
- Kysynnän voimakas elpyminen pandemiasta ja sen jälkeinen hyvä talouskehitys siivitti yhtiön reippaaseen kasvuun ja erittäin hyvään kannattavuuteen
- Varsin hyvä kassavirta sulattaa velkalastia ja parantaa liikkumavaraa yritysjärjestelyihin

**309 MEUR (+ 12 %)**

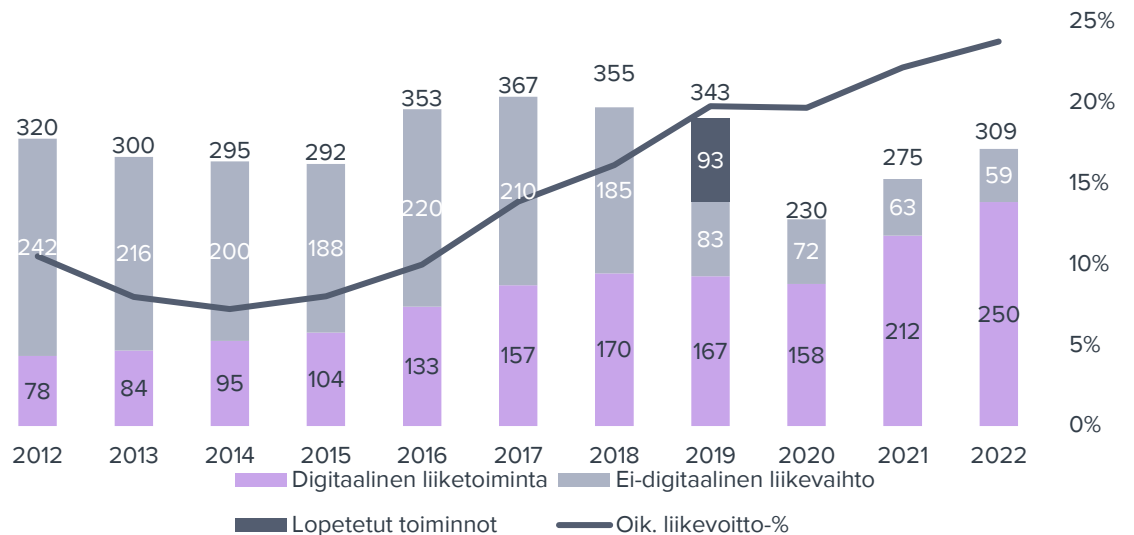
Raportoitu liikevaihto 2022, (kasvu-%)

**23,8 %**

Oikaistu liikevoitto-%, 2022

**81 %**

Digitaalisen liiketoiminnan osuus liikevaihdosta, 2022



# Alma Median liiketoimintamalli 1/3

## Markkinapaikkoja ja digitaalisia palveluita

Alma Media on markkinapaikka- ja medialiiketoiminnoista muodostuva palveluyhtiö, jonka paikallisilla markkinoilla tunnettuja brändejä ovat digitaaliset palvelut Etuovi.com, Jobly.fi, Prace.cz, Jobs.cz ja Profesia.sk sekä moottorialan markkinapaikat kuten NettiAuto, Autotalli.com ja NettiMoto. Medialiiketoimintojen tunnettuja brändejä ovat mm. talouslehdet Kauppalehti ja Talouselämä sekä uutismedia Iltalehti. Yhteensä yhtiöllä on portfoliossaan useita kymmeniä tunnettuja median ja digitaalisten palveluiden brändejä.

Konsernin liikevaihto vuonna 2022 oli 309 MEUR ja operatiivinen liikevoitto oli 73,4 MEUR eli 23,8% liikevaihdosta. Alma Media on Suomessa johtava toimija kuluttajille suunnatuissa markkinapaikoissa, minkä lisäksi sillä on johtava asema Suomen talous- ja ammattilaismediassa. Alma Media toimii 11 Euroopan maassa, päämarkkinoinaan Suomen lisäksi Tšekki ja Slovakia.

## Kolme liiketoiminnan tukijalkaa

Konsernin liikevaihdoltaan suurin segmentti on rekrytointiliiketoimintaan keskittyvä **Alma Career**, joka toi skaalautuvaa kasvua peilaten vuonna 2022 suurimman osuuden konsernin operatiivisesta tuloksesta. Sen päätulovirtoja ovat ilmoitustuotot, jotka syntyvät digitaalisista rekrytointipalveluiden työpaikkailmoituksista ja niihin liitännäisistä lisäpalveluista. Careerin osuus vuoden 2022 konsernin liikevaihdosta oli 34 %, oikaistusta liikevoitosta 49 % ja 43 % digitaalisesta liikevaihdosta.

Liikevaihdolla ja operatiivisella tuloksella mitattuna pienin segmentti on **Alma Talent**. Alma Talentin johtava talousmedia on Kauppalehti. Muita talous- ja ammattimediaa ovat mm. Talouselämä, Tekniikka & Talous ja Arvopaperi. Alma Talent Palvelut tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille kattavasti sisältöjä liittyen yritys- ja kiinteistötietoon, juridiikkaan, taloushallintoon, osaamisen kehittämiseen, johtamiseen ja markkinointiin. Segmentillä on lisäksi pientä tapahtumaliiketoimintaa (mm. sijoittajatapahtumat). Talent muodosti vuonna 2022 31 % konsernin liikevaihdosta, 23 % oikaistusta liikevoitosta ja 23 % digitaalisesta liikevaihdosta.

**Alma Consumeriin** kuuluvat kuluttajille suunnatut asumisen ja moottorialan markkinapaikka-liiketoiminnot (mm. Etuovi.com, Autotalli.com ja NettiAuto). Segmentti sisältää lisäksi valtakunnallisen Iltalehden eri digitaaliset ja painetut uutis- ja lifestyle-sisällöt. Segmenttiin kuuluu myös verkkopalveluita kuten Autojerry, Etua, Urakkamaailma, Telkku.com ja Ampparit.com. Päätulovirtoja ovat ilmoitus- ja mainostuotot auto-, ja asuntokaupan luokiteltujen ilmoituksien verkkopalveluista sekä Iltalehden mainosmyynnistä tulevat tuotot. Consumer toi vuonna 2022 34 % konsernin liikevaihdosta, 28 % oikaistusta liikevoitosta ja 34 % digitaalisesta liikevaihdosta.

## Digitaalisen liikevaihdon osuus on korkea

Alma Median liiketoimintamalli voidaan jakaa tuottotyypeittäin kahteen pääkomponenttiin, digitaaliseen ja ei-digitaaliseen liikevaihtoon, jotka eroavat toisistaan tuottojen kasvunäkymän ja kannattavuuden osalta. Viime vuosien rakennemuutosten, yrityskauppojen ja voimakkaan

## Alma Median liiketoimintarakenne, 2022

Alma Media -konserni		
Liikevaihto 309 MEUR, EBIT (oik.) 73 MEUR		
<b>Career</b>	<b>Talent</b>	<b>Consumer</b>
Lv. 110 MEUR EBIT* 42,5 MEUR EBIT-%* 38,7 %	Lv. 97 MEUR EBIT* 19,7 MEUR EBIT-%* 20,4 %	Lv. 104 MEUR EBIT* 24,4 MEUR EBIT-%* 23,4 %
<ul style="list-style-type: none"><li>• Rekrytointi-portaalit</li><li>• Rekrytointiin liittyvät palvelut (mm. Seduo-verkkokoulutus palvelu)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Digitaaliset, tilattavat sisältömediat</li><li>• Digitaaliset data-, sisältö- ja markkinapaikka-palvelut</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Markkinapaikat kuluttajille (mm. Etuovi, Nettiauto)</li><li>• Valtakunnallinen iltapäivälehti</li><li>• Verkkomediat ja digipalvelut</li></ul>

## Liikevaihdon jakauma, 2022



## Liikevoiton jakauma, 2022



Lähde: Alma Media, Inderes  
\*Oikaistu liikevoitto

# Alma Median liiketoimintamalli 2/3

orgaanisen kasvun kautta digitaalisten liiketoimintojen osuus Alma Median liikevaihdosta on kohonnut 81 %:iin (2022), kun taas painetun median osuus liikevaihdosta (14 %) on laskenut entisestään median digitransformaation jatkuessa. Palveluiden osuus liikevaihdosta oli noin 5 % vuonna 2022.

Lisäksi liiketoimintatrendien, tuottojen jatkuvuuden, asiakastyypin ja syklisyyden näkökulmasta tuotot voidaan jakaa neljään osaan:

**1. Median sisältötuotot** (2022: 17 % liikevaihdosta) koostuvat painettujen sanoma- ja taluslehtien (esim. Iltalehti ja Kauppalehti) sekä niiden verkkopalveluiden (esim. KL.fi ja Iltalehti Plus) tilaus- ja irtonumeromyyntituotoista. Digitaalisten tuottojen osuus sisältötuotoista oli vuonna 2022 34 % ja vastaavasti painettujen tilaustuottojen noin 66 %. Liiketoiminnoittain Talentin osuus sisältötuotoista on noin 2/3 ja Consumerin noin 1/3. Sisältötuottojen pääasiakaskohderyhmänä ovat Consumerilla kuluttaja-asiakkaat ja Talentilla yritykset, järjestöt ja kuluttajat. Sisältötuottojen syklisyys on arviomme mukaan matala ja ne koostuvat pääosin toistuvista tilaustuotoista. Sisältötuotoissa trendinä on digitaalisen sisällön kysynnän kasvu, joka on paikannut painetun median laskua.

**2. Median mainostuotot** (2022: 18 % liikevaihdosta) koostuvat sanoma- ja taluslehdistä, sekä niihin liittyvistä verkkopalveluista syntyvistä mainos- ja ilmoitustuotoista. Digitaalisen median osuus mainostuotoista oli vuonna 2022 80 % ja printin 20 %. Liiketoiminnoittain Talentin osuus median mainostuotoista on noin 1/3 ja Consumerin noin 2/3 %. Mainostuottojen

pääasiakaskohderyhmänä ovat yritysasiakkaat. Mainostuottojen kehitys on luonteeltaan syklistä, sillä yritysten mainosinvestoinnit ovat tyypillisesti sidoksissa talouskehitykseen.

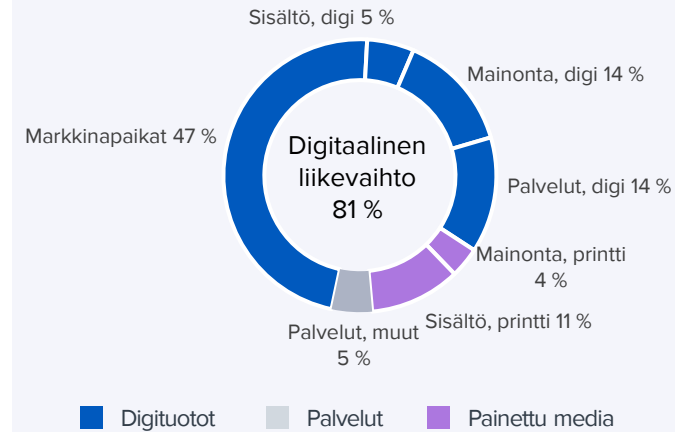
**3. Markkinapaikkojen tuotot** (2022: 48 % lv:sta) koostuvat rekrytointiportaalien ja digitaalisten asunto- ja moottorialan markkinapaikkojen tuotoista. Markkinapaikkojen tuotoista noin 2/3 % muodostui Career-segmentin rekrytointiportaaleista ja 1/3 Consumerin kuluttajille suunnatuista markkinapaikoista. Noin 5 % muodostui Talentin toimitilamarkkinapaikoista. Markkinapaikkojen tuotot ovat luonteeltaan osin syklisiä, sillä ne ovat etenkin sidoksissa työllisten määrän muutoksiin ja kestokulutushyödykkeiden kysyntään.

**4. Palveluiden tuotot** (2022: 19 % lv:sta), koostuvat pääosin Talentin tapahtuma-, koulutus- sekä tieto- ja markkinointipalveluista, Careerin rekrytointiliiketoimintaan liittyvästä palveluliikevaihdosta sekä Consumerin verkkopalveluiden tuotoista. Segmenteittäin Talentin osuus palveluiden tuotoista on noin 2/3 %, Consumerin 18 % ja Careerin 18 %. Muiden tuottojen asiakaskohderyhmänä ovat pääosin yritykset. Näkemyksemme mukaan palvelutuotot ovat luonteeltaan lievästi syklisiä.

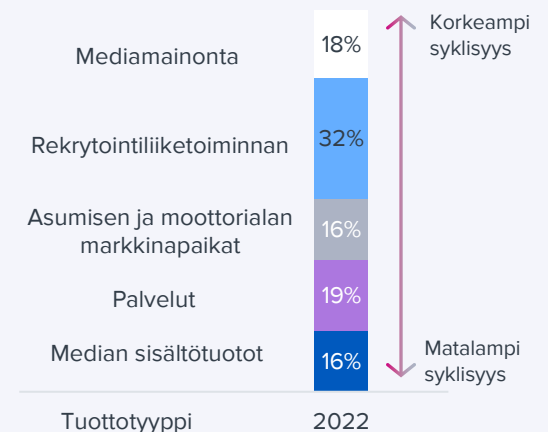
## Tuottoihin vaikuttavat erilaiset kasvutrendit

Alma Median tuottojen kehitystä ohjaa normaalin kysyntäajureiden lisäksi voimakkuudeltaan erilaiset ja erisuuntaiset rakenteelliset trendit. Olennainen Alma Mediaan vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median taantuminen,

## Alma Median liikevaihdon jakauma tyypeittäin, 2022



## Alma Median liikevaihdon jakauma arvioidun syklisyyden mukaan, 2022



# Alma Median liiketoimintamalli 3/3

joka vaikuttaa voimakkaasti sekä painetun median sisältömyyntituottojen kehitykseen että erityisesti painetun median mainontaan, jossa panostukset siirtyvät voimakkaasti digitaaliselle puolelle. Lisäksi painetun median sisältötuottojen laskua kiihdyttää osittain yhtiön omat toimet digitaalisen sisältömyynnin kasvattamiseksi. Arvioimme sekä painetun median sisältötuottojen että painetun mediamainonnan myynnin laskevan keskipitkällä aikavälillä noin 5-10 %:n vuosivauhdilla.

Painetun median kanssa vastakkainen trendi on digitaalisten mediasisältöjen ja mainonnan sekä digitaalisten palveluiden kysynnän rakenteellinen kasvu. Alma Median digitaalisen liiketoiminnan liikevaihdon on kasvanut vuosina 2012-2022 noin 12 %:n vuosivauhtia (CAGR-%), mikä muodostuu organisaation ja yritysostojen tuomasta epäorgaanisesta kasvusta. Arvioimme mukaan median digitaalisten sisältötuottojen ja mainostuottojen kasvuvauhti on keskimääräisen talouskasvun ympäristössä keskipitkällä aikavälillä 5-10 %:n tasolla. Digitaalisten markkinapaikkojen tuottojen odotamme kasvavan noin 0-5 % vuodessa keskipitkällä aikavälillä. Vastaavasti palvelutuottojen arvioimme kasvavan kokonaisuutena 0-5 %:n vauhtia keskipitkällä aikavälillä.

## Syklistä liiketoimintaa tasoittaa vahva markkina-asema

Olemme seuraavalla sivulla havainnollistaneet Alma Median liiketoimintamallin riskiprofilia. Yhtiön liiketoiminnan riskitasoa nostaa syklisten tuottojen osuus liikevaihdosta sekä kansainvälisten teknologiajättien kasvu ja vahva markkina-asema mainosmarkkinoilla.

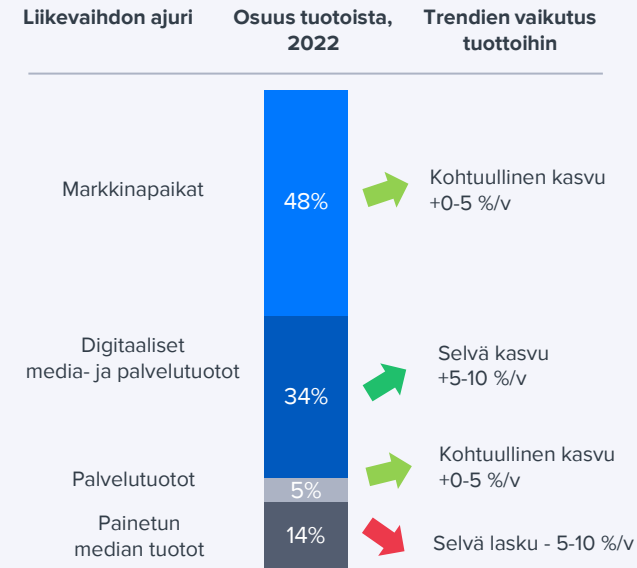
Liiketoiminnan riskiprofilia tasoittaa puolestaan näkemyksemme mukaan yhtiön vakaa markkina-asema Suomen B2B-mediamarkkinalla, sisältötuotot, vahvistunut asema Suomen kuluttajille suunnatuissa markkinapaikoissa sekä erittäin vahva markkina-asema itäisen Keski-Euroopan rekryointiportaaleissa.

Vaikka yhtiön medialiiketoimintojen kulurakenne on melko kiinteä ja painetun median skaalautuvuus heikkenee, on yhtiö osoittanut kykenevänsä sopeuttamaan kulurakennettaan nopeasti vastaamaan kysynnän vaihteluita (esim. koronapandemian yhteydessä) ja kasvavien digitaalisten liiketoimintojen suhteellinen kannattavuus ja skaalautuvuus ovat vahvoja.

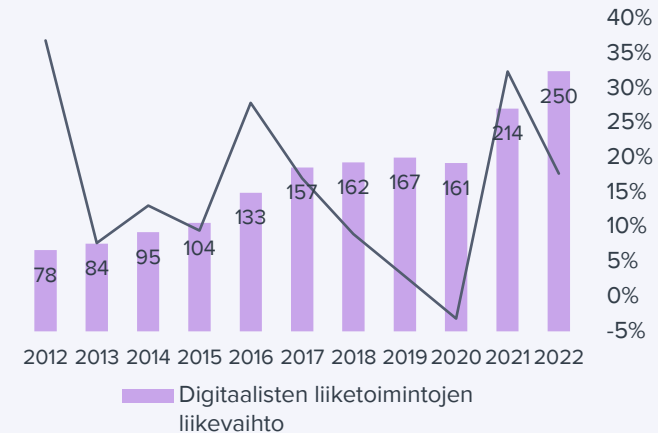
## Rahavirran tuottokyky on erittäin hyvä

Alma Median liiketoimintamalli ja kasvu ei sido pääomaa, sillä yhtiön käyttöpääoma on negatiivinen yli ajan, koska useiden palveluiden maksut veloitetaan etupainotteisesti. Lisäksi yhtiön organiset investointitarpeet ovat matalat. Näin ollen liiketoiminta tuottaa erittäin hyvin vapaata kassavirtaa. Tämän johdosta yhtiö pystyy tarjoamaan kasvavaa osinkovirtaa sekä allokoimaan liiketoiminnasta saatavaa rahavirtaa nykyisiä liiketoimintoja täydentäviin yritysostoihin.

## Liiketoimintatrendien arvioitu vaikutus Alma Median tuottoihin



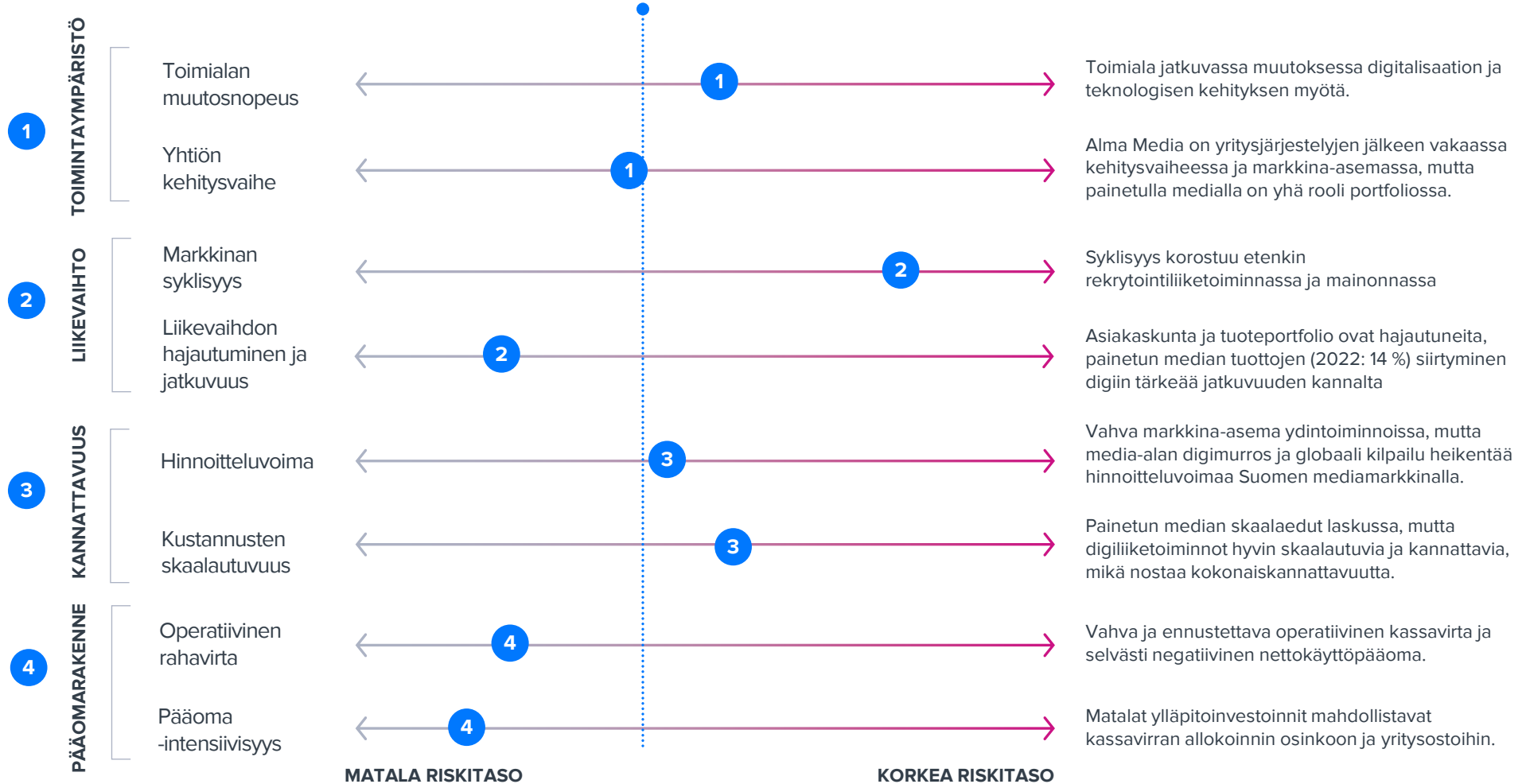
## Alma Median digiliiketoiminnan liikevaihto ja kasvu-%





# Alma Median liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Alma Median liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Strategia

## Strategia vuosi

Alma Median strategian tavoitteena on kasvattaa omistaja-arvoa liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden parantumisen kautta. Tähän yhtiö pyrkii kehittämällä ja laajentamalla nykyisiä liiketoimintoja, etsimällä kasvumahdollisuuksia uusilta liiketoiminta- ja markkina-alueilta, jatkamalla kansainvälistymistä ja yritysostojen avulla.

Keskeistä yhtiön strategiassa on jatkaa laajentumista median ja markkinapaikkojen sisällöntuotannosta ja mainonnasta uusiin asiakkaiden tarpeita täydentäviin ja koko arvoketjun kattaviin digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin. Alma Median strategiset painopistealueet ovat: 1) digitaalinen transformaatio, 2) digitaalisen liiketoiminnan kasvu, 3) kansainvälistyminen. Arviomme mukaan yritysjärjestelyt ovat olennainen osa Alma Median strategiaa myös jatkossa ja käymme niiden roolia tarkemmin läpi seuraavilla sivuilla.

## Taloudelliset tavoitteet

Alma Median vuoden 2022 alussa päivitetty taloudelliset tavoitteet ovat:

**Kasvu:** Liikevaihdon vuosittainen kasvu yli 5 %

**Kannattavuus:** Oikaistu liikevoittomarginaali yli 25 %

**Vakavaraisuus:** Nettovelan ja käyttökatteen suhde < 2,5

Historialliseen kannattavuuskehitykseen peilattuna kannattavuustavoite vaikuttaa kunnianhimoiselta. On kuitenkin huomioitava, että liikevaihdon rakenne on muuttunut viime vuosina merkittävästi ja

tavoitetasoa korkeamman kannattavuuden omaavien liiketoimintojen suhteellinen osuus on kasvanut. Kannattavuustavoite onkin riippuvainen liikevaihdon jakaumasta, sillä esimerkiksi Career-segmentin kannattavuus on selvästi yli tavoitetason ja vastaavasti mediaaliiketoiminalla pidämme tavoitetasoa haastavana. Tämän takia tavoite on mielestämme Talentille hyvin haastava. Alma Median kannattavuuspotentiaalia kuvastaa kuitenkin se, että Q1'22 ja Q3'22:lla kannattavuus ylsi tavoitetason yläpuolelle. Yhtiön velkaantuneisuus (nettovelka/käyttökate) on lähihistoriassa ollut matala, mutta erityisesti Nettix-kaupan johdosta velkaantuneisuus kohosi lähelle tavoitetasoa. Liiketoiminnan vahva rahavirta on kuitenkin jo sulattanut velkaantuneisuuden selvästi alle tavoitetason.

Pidämme Alma Median taloudellista tavoitetta kannattavuuden osalta realistisena, mutta osin markkinakehityksestä riippuvaisena. Yhtiön palvelut ovat enemmässä määrin digitaalisia ja arviomme mukaan kasvu ja mahdolliset tulevat yritysostot määrittävät sitä, miten liiketoimintojen suhteellisen kannattavuuden parantaminen on mahdollista. Huomionarvoista on kuitenkin se, että mitä enemmän liiketoiminnat ovat digitaalisia, niihin liittyvien investointien/kasvupanokset ilmestyvät enemmässä määrin tuloslaskelmassa (esim. tuotekehitys) kuin taseessa. Kasvutavoitteen osalta uskomme, että tavoite on saavutettavissa orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun yhdistelmällä, mutta orgaanisesti yli 5 %:n kasvu keskipitkällä aikavälillä tällä liiketoimintarakenteella on arviomme mukaan haastavaa, kun huomioidaan myös keskipitkän aikavälin talouskasvuodotukset.

## Taloudelliset tavoitteet ja toteuma (raportoidut luvut)



# Alma Median strateginen ja operatiivinen kehitys

2012  
-  
2016

2017  
-  
2022

2023-

## Liiketoimintaportfolion kehittäminen yritysostoin ja kannattavuuden parannus

- Medialiiketoiminnoissa fokus kannattavuuden ja kassavirran parantamisessa sekä keskittymisessä vahvoihin ydinliiketoimintoihin
- Careerissa (aik. Markets) merkittävien yritysostojen tuloskasvun vahvistaminen ja toiminnan kehittäminen
- Mittavat kustannussäästöt Talentum yritysoston jälkeen Talent-segmentissä ja konsernin toiminnoissa
- Rahoitusaseman vahvistuminen

## Ydinliiketoimintojen tuloskasvun vahvistaminen ja pienet yrityskaupat

- Fokus digitaalisten tuottojen kasvussa, kannattavuuden kehittämisessä ja kassavirrassa
- Heikosti kasvavien ja kannattavien liiketoimintojen myynti (esim. alueellinen media- ja painoliiketoiminta)
- Pieniä ”täsmä”yritysostoja etenkin kuluttajille suunnatuissa digitaalisissa palveluissa
- Liikevaihdon kokonaiskehitys negatiivista painetun median laskun myötä, mutta digituottojen kasvu ja suhteellisen kannattavuuden nousu paransi tulosta
- Digitaalisen liikevaihdon osuus nousut konsernitasolla noin 43 %:sta 81 %:iin

## Kasvua kannattavasti, digitaalinen liiketoiminta eturintamassa

- Tuoteportfolion monipuolistaminen markkinapaikkaliiketoiminnoissa, digitaalisissa palveluissa, asiakkaiden tarpeita täydentäviä ja koko arvoketjun kattavia digitaalisia tuotteita
- Hyvä kassavirta mahdollistaa velkaantuneisuuden laskun, mikä mahdollistaa uusien yritysostojen toteuttamisen ja osingon kasvattamisen
- Orgaaninen kasvu maltillista, joten kasvua todennäköisesti vauhditetaan epäorgaanisella kasvulla myös jatkossa

## Strateginen ja operatiivinen kehitys

### Toteutunut

- Liiketoimintarakenne fokuoituneempi ja kannattavampi, heikosti kasvavien ja kannattavien liiketoimintojen divestoinnit suurelta osin toteutettu
- Painetun median liikevaihto laskenut selvästi ja digitaalinen liikevaihto merkittävästi suuremmassa roolissa
- Kannattavuus hyvällä tasolla kaikissa liiketoiminnoissa
- Nettovelkaantuneisuutta on kohottanut merkittävät yritysostot, mutta hyvä tulos- ja kassavirtakehitys sulattaa velkatasoa ripeästi

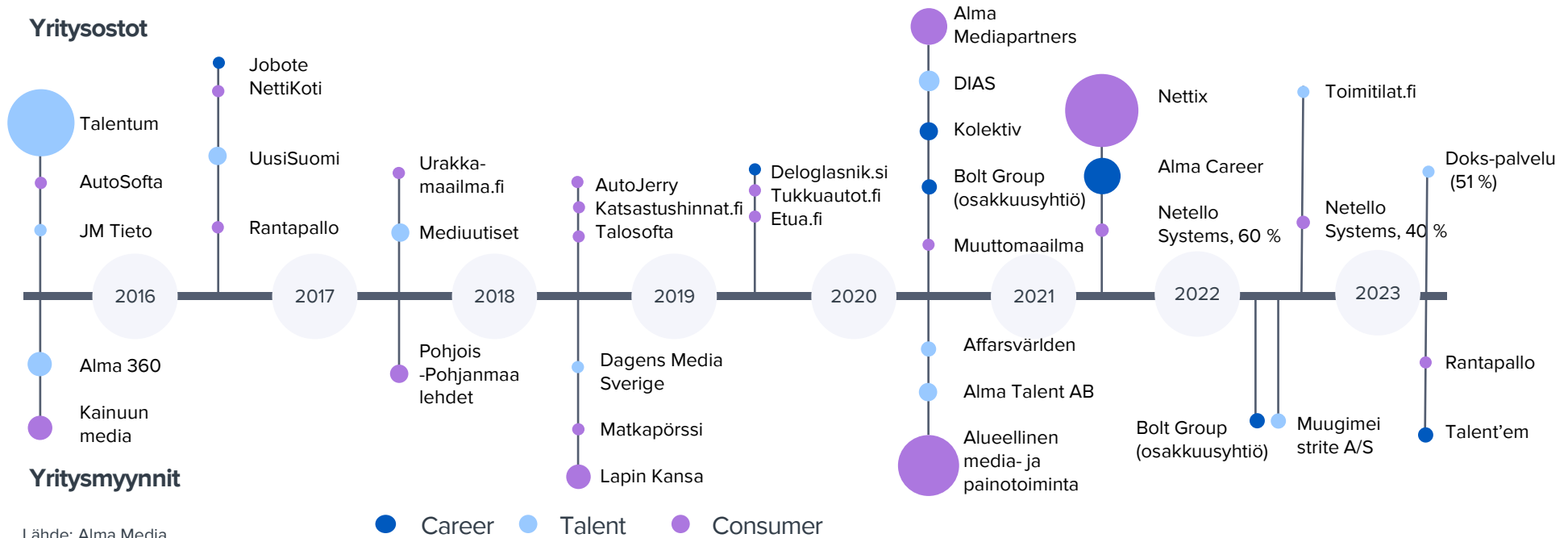
### Lähitulevaisuus 1-2v

- Median rakennemuutoksen hallinta
- Taseen velkaantuneisuuden laskeminen
- Pienempiä kasvua vauhdittavia yritysostoja digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Fokus digitaalisten palvelujen ja tuotteiden kehittämisessä ja kasvattamisessa
- Markkinapaikkojen kehittäminen kohti transaktiopohjaista toimintamallia

### Seuraavat 5 vuotta

- Median rakennemuutoksen ja digitaalisen transformaation hallinta
- Markkinapaikat, digitaaliset palvelut ja yritysostot kasvun moottoreina
- Digitaalisen liiketoiminnan korkean suhteellisen osuuden myötä kannattavuus pysyy korkealla tasolla
- Kilpailutilanteen kiristyminen riskinä, teknologinen kyvykkyys ja datan hallinta keskiössä

# Yrityskaupat



## Liiketoimintojen yrityskauppastrategia

### Career

- M&A:n merkitys strateginen
- Yrityskauppojen fokus arvoketjujen vahvistamisessa, täydentämisessä ja laajentumisessa uusille markkinoille
- Kumppanuuksien solmiminen ja konsolidaatio arviomme mukaan mahdollista, jos tilaisuuksia avautuu

### Talent

- M&A:n merkitys täydentävä
- Yrityskauppojen fokus portfolion kehittämisessä ja digitaalisten palveluiden kasvun vahvistamisessa
- Mahdollisesti pieniä "täsmä" yritysostoja alueilta, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin ja luovat kustannustehokkaasti kasvua, kuten b2b-palveluliiketoiminta

### Consumer

- M&A:n merkitys strateginen
- Yritysostojen kohdealueina erityisesti alueet, joilla on korkeat synergiat ydinliiketoimintoihin ja jotka täydentävät arvoketjua
- Markkinapaikoissa mahdollisen konsolidaation pelikenttä pääasiassa Pohjoismaissa

# Toimialakatsaus - markkinapaikat 1/2

## Globaalit jätit hallitsevat suuria markkinoita, paikalliset toimijat vahvoilla pienillä markkinoilla

Globaali rekrytointiportaali on ollut pitkään kasvussa, kun työpaikkojen hakeminen, työpaikkailmoittelu ja rekrytointiprosessien hallinta on digitalisoitunut, portaalit ovat kehittyneet teknologisesti ja niiden ympärille on syntynyt uusia palveluita. Toimialan suurimmat toimijat ovat ottaneet globaalista markkinasta valtaosan, mutta paikallisilla ja erikoistuneilla yhtiöillä on usein vahvat markkina-asetat suurten markkinoiden (kuten USA, Kiina) ulkopuolella. Esimerkiksi Alma Careerin rekrytointiportaaleilla on kaikilla sen päämarkkinoilla johtava markkina-asema.

Markkinan kasvuvauhdin hidastuessa, teknologisen kehityksen kiihtyessä ja kilpailun kasvaessa (Google, Facebook, LinkedIn) toimiala on alkanut konsolidoitumaan ja viime vuosina erityisesti alan suuret toimijat, kuten Recruit, SEEK ja Stepstone ovat olleet aktiivisia yritysostoissa. Toimialan konsolidaatiota kiihdyttää myös se, että alalle tulokynnys on kasvanut ns. verkostovaikutusten myötä korkealle, ja toimijat, joilla on suurin kävijäliikenne ja asiakaskunta saavat suurimman osan toimialan liikevaihdosta. Lisäksi toimialalla skaalaeduct ovat merkittäviä ja uusien toimijoiden on siksi vaikea haastaa markkinajohtajia.

## Odotettua konsolidaatiota Suomen markkinapaikoilla

Suomessa online-markkinapaikkojen markkinatilanne säilyi pitkään melko vakaana, kunnes vuonna 2020 tapahtui kaksi merkittävää yritysjärjestelyä alan suurimpien toimijoiden kesken, kun Schibsted osti Oikotien Sanomalta ja Alma Media Nettixin Otavamedialta. Suurimmat toimijat

ovat pystyneet kasvamaan viime vuosina, kun ne ovat laajentaneet palveluitaan. Samalla talouskasvu on ollut kohtuullisella tasolla ja kasvua on tuettu pienien yritysostojen avulla.

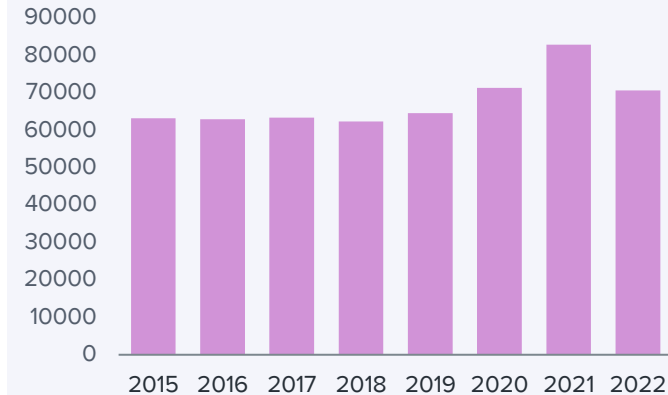
Arviomme mukaan asumisen, autoilun ja majoituspalveluiden markkinapaikkojen kilpailu on säilynyt pitkälti paikallisena Suomessa, sillä kansainväliset teknologiyhtiöt (kuten Facebook ja Google) eivät ole kehittäneet merkittäviä ja onnistuneesti markkinapaikkojen kanssa kilpailevia tuotteita ja niillä ei ole vastaavaa tuntemusta paikallisista markkinaolosuhteista ja asiakkuuksista. Paikallisella tasolla korkea alalle tulokynnys (mm. bränditunnettuus) on puolestaan pitänyt kilpailuasemat pitkään ennallaan. Osittain uusien kilpailijoiden tuloa paikallisille markkinoille on myös arviomme mukaan rajoittanut alla olevien markkinoiden rajallinen kokoluokka ja kasvunäkymät.

## Asunto- ja autokaupan kehitys

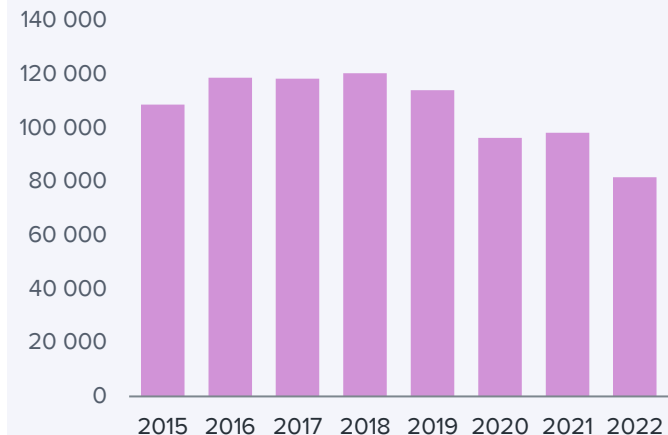
Alma Median markkinapaikkojen kannalta olennaisimmista markkinoista asuntokaupan volyymikehitys kasvoi vuosina 2015-2022 keskimäärin +1,5 % vuodessa. Korona pandemian aikana rahapolitiikan likviditeettiruiske, nk. kotoilutrendi ja näiden vaikutuksesta kiihtynyt asuntokauppa kohotti vuoden 2020 ja etenkin vuoden 2021 asuntokauppojen lukumäärän ennätyskorkealle.

Autokaupan volyymikehitys on sen sijaan ollut viime vuosina maltillisempaa. Uusien autojen rekisteröinnit ovat laskeneet viime vuosina 2010-luvun puolivälin tahdista selvästi. Tämän taustalla on arviomme mukaan etenkin jo ennen koronapandemiaa alkanut uusien autojen tuotannon hiipuminen ja

## Vanhojen osakeasuntojen kauppojen lukumäärä Suomessa



## Uusien autojen rekisteröinnit



# Toimialakatsaus - markkinapaikat 2/2

korona-aikana kärjistynyt komponenttipula

Samaan aikaan käytettyjen autojen kauppa on kehittynyt suhteellisen vakaasti lähihistoriassa. Vuonna 2022 tavanomaisesti vakaa käytettyjen autojen kauppa kuitenkin kääntyi laskuun, mikä arviomme mukaan heijastelee kohonneen inflaation myötä kohonneita rahoituskustannuksia ja toisaalta vähentyneitä kestokulutushyödykkeisiin kuluttajien tekemiä investointeja.

## Markkinapaikkojen kasvunäkymät

Näkemyksemme mukaan markkinapaikkojen markkinat ovat Suomessa kokonaisuutena kypsässä vaiheessa ja alan toimijoiden kasvu noudattelee tulevaisuudessa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä suunnilleen auto- ja asuntokaupan volyymin kokonaiskasvuvauhtia (noin +0-5 %/v), mikäli ne eivät lanseeraa uusia tuotteita/palveluja. Odotamme, että hidastuva kasvu, kiihtyvä teknologinen kehitys sekä kansainvälisen kilpailun uhka pitävät online-markkinapaikkojen kasvun ja arvonluonnin keskittyneenä alan suurimmille toimijoille Suomessa (Alma Media ja Schibsted).

## Kohti transaktiovetoista mallia markkinapaikoissa

Alma Media on kertonut sen markkinapaikkaliiketoiminnoissa olevan käynnissä kehityshankkeita, joiden tavoitteena on saada suurempi osa kauppansuhteen arvosta lisäarvopalveluilla (esim. rahoitus ja vakuutus). Tämä tarkoittaisi sitä, että nykyisiä ns. ilmoittelumallilla operoivia markkinapaikkoja muutettaisiin transaktiopohjaisiin malleihin (kts. s. 15).

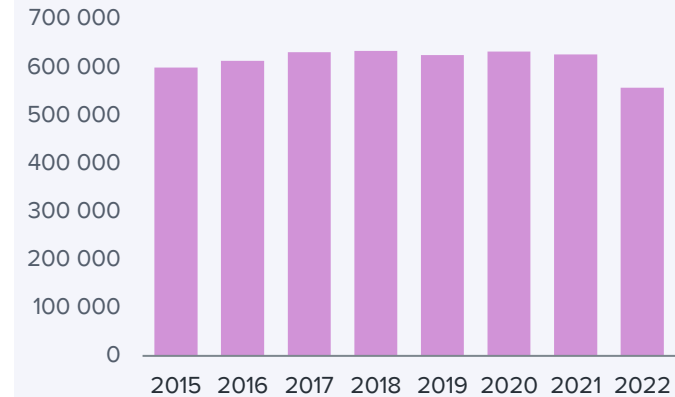
Alma Median markkinapaikkojen suuren myynti-ilmoitusten volyymin (Nettiauton kautta myytiin

autoja reilu 570 tuhatta vuonna 2022) ansiosta Alma Media on varsin houkutteleva kumppani rahoitus- ja vakuutuspalveluita tarjoaville yrityksille, koska ne saavat Alma Median markkinapaikkojen tarjoaman laajan myyntiverkoston kautta omille palveluilleen uuden jakelukanavan tehokkaasti ja suhteellisen pienin kustannuksin. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että markkinapaikat toimisivat rahoitus- ja vakuutuspalvelukumppaneiden myyntikanavana, josta Alma Media saisi palkkiotuottoja. Näiden tuottojen marginaalikustannus on Alma Medialle erittäin matala, joka tekee transaktiopohjaisesta liiketoimintamallista erittäin skaalautuvan ja siten houkuttelevan.

Arviomme mukaan rahoitus- ja vakuutusyhtiön näkökulmasta tämä jakelukanava ei aiheuta merkittäviä kustannuksia (pl. Alma Medialle tuloutuvan myyntipalkkio), ja täten Alma Media pystyy myös tarjoamaan loppuasiakkaalle varsin kilpailukykyisen hinnan rahoitus- ja vakuutuspalvelulle. Edellä mainittuja seikkoja peilaten mitä suurempi markkinapaikkojen kautta myytyjen autojen määrä on, sitä paremmat ehdot yhtiö voisi kyetä saamaan kolmansien osapuolten palveluiden myymisen palkkiomallissa (skaalaedut) ja samalla myös kuluttaja saa mahdollisesti entistä kilpailukykyisemmät rahoitusehdot.

Transaktiopohjaiseen malliin siirtyminen autokaupassa edellyttää että rahoitus- ja vakuutuspalveluiden hankinta siirtyy autokaupasta markkinapaikoille. Arviomme mukaan tämä siirtymä tulee viemään aikaa, mutta ensimmäisiä arvioita sen kasvumahdollisuuksista ja sen tuomasta kasvupotentiaalista voidaan tehdä arviomme mukaan vuoden 2023 aikana.

## Käytettyjen autojen kauppa Suomessa



# Markkinapaikkojen rakenteet



Etsi  
katalogi



Transaktio  
mahdollinen rahoitus-  
riski



Oma logistiikka  
operatiivinen riski



Oma varasto  
taseriski



Omat brändit  
tuoteriski

Suurempi  
omistajuus  
arvoketjusta

**Markkinointi**  
ilmoituspalkkio  
ja/tai  
hakumainonta

**Transaktiopalkkio**  
veloitettu ostajalta  
ja/tai myyjältä

**SaaS**  
tilausmaksu

**Tekoäly**  
tekoäly tukee  
kysyntää ja  
tarjontaa

**Rahoitus**  
Rahoitus-,  
vakuutus- ja  
takauspalvelut

**Täydennykset  
& parannukset**


# Toimialakatsaus - media 1/2

## Rakenteellisia ja suhdannevetoisia ajureita

Mediatoimialan kasvuun vaikuttaa tällä hetkellä useat erisuuntaiset rakenteelliset, lainsäädännölliset ja suhdannevetoiset ajurit.

Media-alan kasvun pääajuri on ollut jo pitkään digitalisaation ja demografisten tekijöiden synnyttämä rakenteellinen murros, joka muokkaa kuluttajien ja mainostajien kysyntää, mediatoimialan kilpailukenttää sekä disruptoi liiketoimintamalleja. Murros näkyy vahvimmin painetun median tuottojen voimakkaana laskuna sekä digitaalisen median kasvuna.

Yleinen talouskehitys (BKT:n muutos), jolla on ollut historiallisesti vahva korrelaatio eritoten mainostuottojen kehitykseen, on jäänyt kysyntäajurina rakenteellisten muutosten varjoon. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä BKT:n muutokset vaikuttavat kuitenkin edelleen merkittävästi mainosmyynnin tuottoihin.

Lisäksi mediayhtiöihin vaikuttaa merkittävästi teknologinen kehitys, median toimialarajojen osittainen hämärtyminen sekä lainsäädännölliset ja kulttuurilliset tekijät, jotka muokkaavat erityisesti mediayhtiöiden ja sosiaalisen median välistä kilpailudynamiikkaa.

## Media-alan keskeiset trendit

Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeiset mediatoimialan markkinatrendit ovat:

- Perinteisen median (sanoma- ja aikakauslehdet, kirjat ja lineaarinen TV) käyttö ja kysyntä vähenee, mikä laskee asteittain painetun median sisältö- ja mainostuottoja sekä heikentää niiden kannattavuutta.

- Digitaalisten sisältöjen ja palveluiden kulutus lisääntyy ja monipuolistuu mm. mobiililaitteiden ja -sovellusten yleistymisen myötä, mikä kasvattaa digitaalisia sisältö- ja mainostuottoja ja vahvistaa suhteellista kannattavuutta.
- Median kilpailukenttä globalisoituu ja sisältöjen sekä tiedon saatavuus helpottuu ja nopeutuu, mikä heikentää erityisesti pienten ja painettuun mediaan keskittyneiden mediatalojen kilpailuasemaa sekä lisää kilpailua sisältötuotoista ja mainosinvestoinneista.
- Halukkuus maksaa digisisällöistä kasvaa ja hinnoittelumallit kehittyvät, mikä kiihdyttää digitaalisten sisältötuottojen kasvua.
- Mainonta automatisoituu ja tehostuu, mikä muokkaa digimainosmarkkinan rakennetta ja hinnoittelua.
- Datan määrä ja merkitys kasvaa, mikä luo uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja palveluita.
- Tieto- ja yksityisyydensuojan vaatimukset kasvavat. Tällaisia ajureita ovat EU:n tietosuoja-asetukset (GDPR ja e-Privacy), jotka tasoittavat pelikenttää paikallisten mediayhtiöiden ja globaalien alustayhtiöiden välillä.
- Teknologinen osaaminen kilpailutekijänä korostuu.

## Mainosmarkkinoiden kehitys ja näkymät

Suomen mainosmarkkinalla viime vuosina voimakkaimmin vaikuttanut trendi on ollut painetun median voimakas lasku ja vastaavasti digimainonnan määrän kasvu. Suomen mainosmarkkina on jäänyt kasvuvauhdissaan selvästi jälkeen BKT:n kehitystä, mitä selittää

muun muassa painetun median suhteellisesti katsottuna suuri osa kokonaismarkkinasta. Mainonnan kokonaisuutena kuvaavan tilaston kattavuus on viime vuosina hieman heikentynyt, sillä merkittävä osa mainonnan investoinneista on ohjautunut mittauksen ulkopuolelle jääville globaaleille toimijoille, kuten Facebookille ja Googlelle. Mainostajat ovat myös panostaneet voimakkaasti uusien mainonnan teknologioiden käyttöönottoon, mikä on pienentänyt media-mainontaan suoraan käytettäviä investointeja.

Mainoskanavittain katsottuna mainosmarkkinan kehitys on ollut pitkään hyvin kaksijakoista. Suomessa mainonta aikakausi- ja sanomalehdissä puolittui 2010-luvulla, ja myös TV-mainonnan määrä on laskenut selvästi. Sen sijaan digimainonnan määrä on yli kaksinkertaistunut 2010-luvun alusta ja TNS Kantarin mukaan sen osuus mainonnan kokonaisuudesta (ml. Facebook ja Google) oli hieman yli puolet kaikesta mainonnasta vuonna 2022.

Suuret globaalit toimijat kuten Facebook ja Google ovat ottaneet suuren osuuden digimainonnan arvosta, ja ne kilpailevat tällä markkinalla kansallisten toimijoiden kanssa. Digimainonnan sisällä kovimmassa kasvussa ovat olleet some-markkinointi, mobiilimarkkinointi ja natiivimainonta. Odotamme mainosmarkkinan rakenteellisten trendien jatkuvan lähivuosina isossa kuvassa ennallaan. Tämä tarkoittaa, että odotamme printtimainonnan selvän laskun jatkuvan ja digitaalisen mainonnan suhteellisen osuuden kasvavan. Siten kokonaismarkkinan arvon kehityksen odotamme olevan suhteellisen vakaata tai lievästi positiivista Suomessa.



# Mediatoimialan ajurit ja trendit

## Digitalisaatio



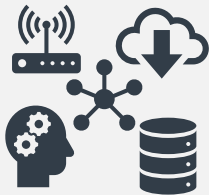
Uudet päätelaitteet, uudet digitaaliset palvelut ja sovellukset, nopeammat verkkoyhteydet, ja "diginatiivien" kasvava osuus väestöstä digitalisoi voimakkaasti median kulutusta.

## Suhdannekehitys



Mediatoimiala on ollut perinteisesti hyvin suhdanneherkkä toimiala, sillä yli 50 % tuotoista on syntynyt mainonnasta. Digitalisaation myötä sisältötuottojen osuus liikevaihdosta kasvaa, mikä vähentää suhdanneherkkyyttä.

## Teknologinen kehitys



Uudet teknologiat muuttavat ansaintamalleja ja kilpailudynamiikkaa. Erityisesti datan ja analytiikan rooli korostuu kilpailutekijänä. Pääkilpailijat globaaleja alustoja ja teknologiayhtiöitä.

## Sääntely ja kulttuuri



Tieto- ja yksityisyydensuojan sääntely kiristyy, mikä kasvattaa kiinteän asiakassuhteen merkitystä. Ns. valeutiset kasvattavat tunnettujen ja luotettujen sisällön tuottajien roolia.

## Digitaalisen median voimakas kasvu

Internetiin ja mobiiliin perustuva mediakulutus kasvaa

Mainonta automatisoituu, määrä ja teho kasvaa ja hinta laskee

Datan määrä ja arvo kasvaa

Median kulutus pirstaloituu ja saatavuus kasvaa ja nopeutuu

Digisisältöjen käyttö kasvaa

Tieto- ja yksityisyydensuojan merkitys korostuu

## Painetun ja lineaarisen median kysynnän lasku

Painettujen sisältö- ja mainostuottojen supistuminen

Skaalaedut ja kannattavuus heikkenee

Jatkuva tehostustarve ja konsolidaatio

# Toimialakatsaus - media 2/2

TNS Kantarin mukaan verkkomainonnan määrä on kasvanut Suomessa viime vuosina karkeasti noin 5-10 % vuodessa ja vuonna 2022 kasvu ylsi 10 %:iin. Arvioimme, että kasvu tulee jatkumaan yleistä markkinaa ripeämpänä keskipitkällä aikavälillä. Lineaarisen TV-mainonnan kehityksen odotamme säilyvän lievässä laskussa (-5-0 %) keskipitkällä aikavälillä, sillä arvioimme osan TV-mainontaan aiemmin käytetyistä investoinneista ohjautuvan digitaaliseen mainontaan ja suoratoistopalveluihin.

## Sisältötuottojen kehitys

Sisältötuottojen markkinakehityksestä ei ole olemassa tarkkoja tilastoja, mutta mediasektorin yhtiöiden kehitykseen perustuen arviomme, että sisältötuotot ovat laskeneet kokonaisuutena hieman (0-3 %) historiallisesti tarkasteltuna. Kovinta lasku on ollut arviomme mukaan iltapäivä- ja aikakauslehtien irtonumeromyynnin osalta.

Sisältötuottojen laskua on hillinnyt sekä hintojen korotukset että erityisesti digitaalisen sisältömyynnin kiihtynyt kasvu. Vaikka digitaalisen sisältömyynnin osuus koko markkinasta on edelleen suhteellisen matala, ovat suurimmat media-alan toimijat, kuten Sanoma ja Alma Media onnistuneet kasvattamaan digitaalisista sisällöistä maksavien tilaajien määrää. Esimerkiksi Alma Media on onnistunut kasvattamaan viime vuosina Talentin kuluttaja- ja yrittäjäasiakkaiden kuukausitilauksia lukumäärää merkittävästi.

Digitaalisten tilaajien määrän kasvua on vauhdittanut mm. Netflixin ja Spotifyn kaltaisten digitaalisten palveluiden käytön kasvun myötä kasvanut halukkuus ja tottumus maksaa digitaalisesta sisällöstä, valeutisiin liittynyt

keskustelu, maksumuurien ja maksullisten sisältöjen kehitystoimet, sekä digitaalisten palveluiden käytettävyyden ja laadun parantuminen. Digitaalisen sisällön myynnin kasvu on kuitenkin painottunut vahvasti uutis- ja talousmediaan, kun puolestaan aikakauslehtien digitilaustuottojen kehitys on ollut käsityksemme mukaan suhteellisen vaisua.

Arvioimme sisältötuottojen kokonaismäärän kasvun olevan lähivuosina matalalla tasolla, sillä digisisältötuottojen kasvu ei vielä kompensoi täysin painettujen tuottojen laskua printin korkeampien hintojen ansiosta.

## Digin kasvu nostaa suhteellista kannattavuutta

Yksi media-alan digimurroksen positiivisia vaikutuksia on se, että digituottojen suhteellisen osuuden kasvu nostaa toimialan suhteellista kannattavuutta. Suhteellisen kannattavuuden parantuminen perustuu digitaalisten tuotteiden ja palveluiden tyypillisesti selvästi painettuja mediatuotteita korkeampaan myyntikate-marginaaliin, mikä syntyy digin pienemmistä jakelu- ja materiaalikustannuksista. Lisäksi digitaalisten liiketoimintojen skaalautuvuus on huomattavasti painettua mediaa voimakkaampaa.

Arvioimme, että puhtaasti digitaalisiin sisältö- ja mainostuottoihin nojaavan medialiiketoiminnan liikevoitto-% liikkuu karkeasti 20-30 %:n välissä, kun taas painetussa mediassa liikevoitto-% on historiallisesti ollut tyypillisesti 5-10 %:n haarukassa.

Arviomme mukaan voimakas kustannusinflaatio asettaa painetun median kannattavuuden entistä suurempaan paineeseen samalla, kun niiden

volyymit ovat laskeneet merkittävästi viime vuosina. Tämä tekee painetussa mediassa kohtuullisen kannattavuuden saavuttamisesta entistäkin hankalampaa, mikä arviomme mukaan voi vauhdittaa rakennemuutoksia painetun median saralla.

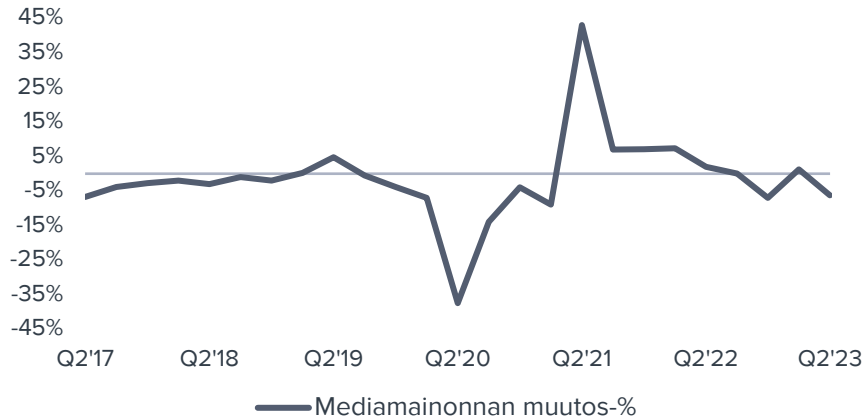
## Globaalit jätit hallitsevat kilpailukenttää

Digitalisaatio muokkaa yhä voimakkaasti media-alan kilpailukenttää, ja kilpailu mainonnassa tapahtuu ennemmin globaaleja alustayhtiöitä, kuten Facebookia ja Googlea vastaan kuin paikallisten mediayhtiöiden välillä. Sisältötuottojen osalta painetussa mediassa ja palveluissa kilpailu on yhä paikallista, mutta myös sisällöissä TV ja digitaaliset mediat kilpailevat kasvavissa määrin globaalien yhtiöiden ja media-alan ulkopuolisten yhtiöiden kanssa (esim. Apple, teleoperaattorit).

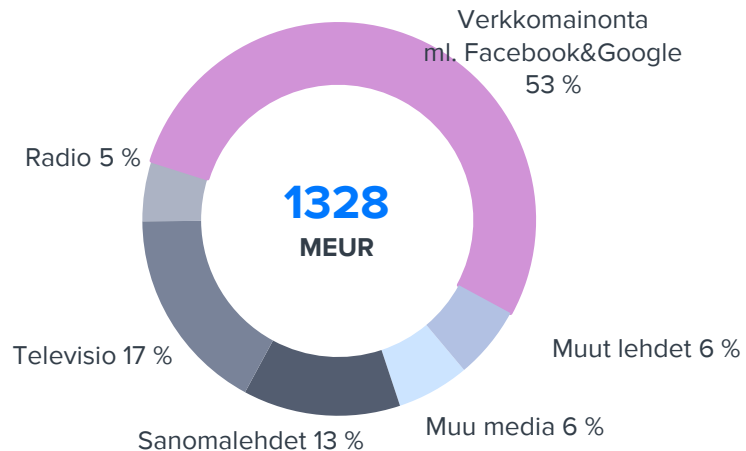
Suomen johtavat mediayhtiöt ovat pärjänneet toistaiseksi kohtalaisen hyvin kilpailussa Facebookia ja Googlea vastaan, ja niiden osuus digitaalisesta mainos- ja sisältömarkkinasta on pysynyt kansainvälisesti vertailtuna korkeana. Sisältötuottojen puolella suomalaisia mediayhtiöitä tukee pieneen markkina- ja kielialueeseen liittyvä korkea alalle tulon kynnyksen, pitkät ja vahvat lukijasuhteet painetussa mediassa sekä vahvat brändit.

# Mediatoimialan kehitys ja kilpailukenttä

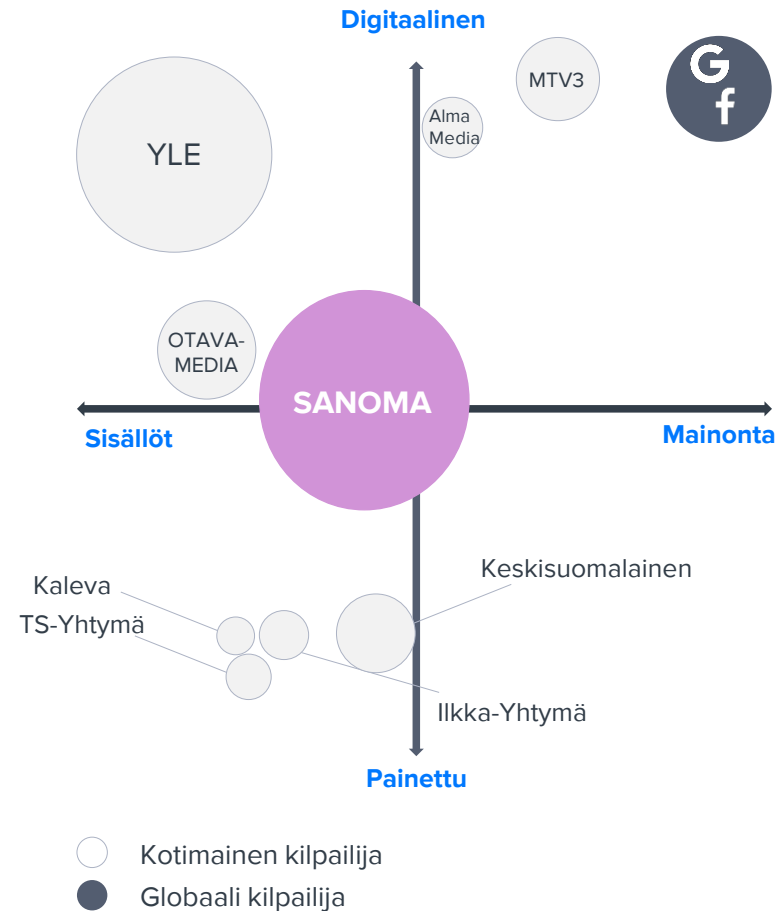
Suomen mediamainonnan kehitys \*



Suomen mediamainonnan jakauma, 2022



Suomen mediamarkkinan kilpailukenttä \*



Pallon koko ilmentää yhtiön Suomen medialiiketoimintojen kokoa tilipäätöstietoihin ja Inderesin arvioihin perustuen. YLE on arvioitu sisältötuottojen osalta mediayhtiöiden kilpailijaksi, vaikka sen toiminta rahoitetaan julkisin varoin.

\* Havainnollistava kuvio perustuen Inderesin arvioihin niiltä osin, kun tietoja ei ole saatavilla

# Alma Career 1/3

## Itä-Euroopan rekrytointiportaalien markkinajohtaja

Career nousi vuoden 2022 kasvun ansiosta liikevaihdolla mitattuna Alma Median suurimmaksi segmentiksi (2022: 110 MEUR / 36 % konsernin liikevaihdosta). Korkean kannattavuuden ansiosta se oli jo ennestään oikaistulla liikevoitolla mitattuna konsernin suurin segmentti (2021: oik. EBIT-% 38,7 %). Segmentin liiketoiminnan muodostavat rekrytointipalvelut kuten Jobs.cz, Prace.cz, CV Online, Profesia.sk, MojPosao.ba, Jobly.fi ja muun muassa Seduo-verkkokoulutuspalvelu.

Vuonna 2022 segmentin liikevaihdosta 58 % muodostui Tšekistä, 16 % Slovakiasta, 10 % Baltian maista, 9 % Kroatiasta, 5 % Suomesta ja 2 % muista maista. Alma Career toimii Euroopassa kaikkiaan 11 maassa. Career on liikevaihdolla mitattuna Tšekin, Baltian maiden ja Kroatian suurin rekrytointiportaaliyhtiö. Erityisen vahva markkina-asema Careerilla on Tšekeissä ja Slovakiassa (arviolta yli 80 %).

Markkinajohtajuuden saavuttaminen digitaalisissa palveluissa on erittäin arvokasta, sillä se mahdollistaa skaalaetujen ja hinnoitteluvoiman kautta tyypillisesti korkean kannattavuuden, kuten Careerin luvuista näkyy. Lisäksi markkinajohtajuus tuo verkostovaikutukseen liittyviä etuja. Tämän taustalla on se, että mitä suuremmaksi markkinapaikka ja sen käyttäjämäärä kasvaa, sitä arvokkaammaksi markkinapaikka kasvaa käyttäjien näkökulmasta ja edelleen sitä arvokkaampi markkinapaikka on seuraavalle uudelle käyttäjälle. Täten seuraavan asiakkaan hankkiminen on helpompaa. Toisin sanoen asiakashankinnan kustannus tyypillisesti laskee, mitä suuremmaksi

liiketoiminta kasvaa. Myös laajasta maantieteellisestä peitosta on usein merkittävää hyötyä, koska se mahdollistaa palveluiden monistamisen ja osaamisen sekä kehityskustannusten jakamisen suuremmalle massalle.

## Liiketoiminta on syklistä, mutta hyvin skaalautuvaa

Alma Careerin liikevaihto muodostuu lähes kokonaan (2022: 98,9 %) digitaalisesta liiketoiminnasta, josta valtaosa muodostuu ilmoitustuotoista, kun taas täydentävien palveluiden rooli on pienempi. Careerin liiketoimintamalli on hyvin skaalautuva, sillä sen pääomarakenne on hyvin kevyt, kustannustaso joustava ja bruttokate-% korkea. Kasvu on digitaalisissa palveluissa siten tyypillisesti kypsässä kehitysvaiheessa erittäin kannattavaa, kuten Careerin viime vuosien luvuista nähdään. Nopeasta teknisestä kehityksestä ja kilpailusta johtuen digitaalisten palveluiden myynnin ja markkinoinnin kulut sekä tuotekehityskulut ovat kuitenkin etenkin liiketoiminnan alkuvaiheessa merkittäviä ja ne vaativat myös tiettyjä ylläpito- ja kehityspanostuksia kilpailukykyä säilyttääkseen.

Careerin tuotot ovat syklisiä, sillä liiketoiminta perustuu talouskehityksen mukaan vaihteleviin työpaikkailmoituksiin. Erityisesti talouden käänneissä muutokset Careerin palveluiden kysynnässä voivat olla voimakkaita, kuten koronapandemian yhteydessä (liikevaihdon lasku yli 25 % Q2'20 vs. Q1'20) ja siitä elpymässä (2021: +31 %) havaittiin. Kirjanpidollisesti Careerin liikevaihdon kehitykselle on ominaista sen tuloutuminen viiveellä asiakaslaskutukseen verrattuna.

## Career lyhyesti, 2022

**110 MEUR**

Liikevaihto 2022

**38,8 %**

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

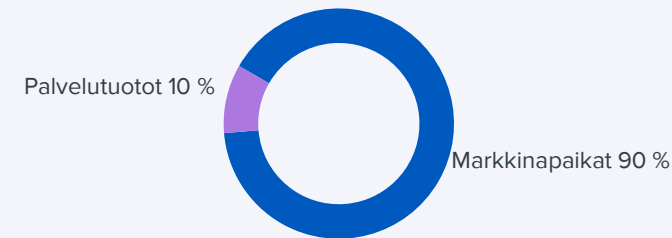
**98,9 %**

Digitaalisten tuottojen osuus

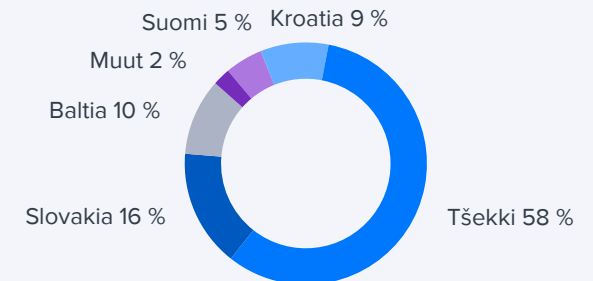
## #1 markkina-asema

Rekrytointiportaali Tšekki, Slovakia, Viro, Latvia ja Kroatia

## Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2022



## Liikevaihto maantieteellisesti, 2022



# Alma Career 2/3

## Segmentin kasvunäkymät

Careerin kasvun jatkumista keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tukee nähdäksemme kaksi pääajuria: 1) luokiteltujen ilmoitusten keskittyminen suurimpiin, tehokkaimpiin ja palveluiltaan kehittyneimpiin alustoihin, 2) uudet digitaaliset palvelut ja laajentuminen rekrytointipalveluiden arvoketjussa nykyisissä toimintamaissa sekä maantieteellisesti.

Arvioimme segmentin historialliseen kasvuun ja yhtiön johdon arvioihin perustuen, että Alma Careerin liikevaihdon kasvupotentiaali on hyvässä talouden 2-3 %:n kasvuvauhdin ympäristössä 5-10 % vuodessa ja nollakasvun ja hidastuvan kasvun ympäristössä noin 0-5 % vuodessa.

Rekrytointiliiketoimintojen kannattavuuskehitys oli vuosina 2010-2019 nousujohteista ja erinomaisella tasolla segmentin nopeasta kasvusta huolimatta. Tämä on osoitus toiminnan skaalaeduista, onnistuneita yritysostoista sekä vahvistuneesta markkina-asemasta. Koronapandemian rasittamana vuonna 2020 kannattavuus otti kolauksen, mikä heijastelee sen voimakasta operatiivista vipua. Tämä vipu toimii molempiin suuntiin, sillä vuonna 2022 kasvun ansiosta sen kannattavuus nousi korkealle tasolle (oik. liikevoitto-% 38,8 %).

Careerin osalta suurinta roolia sen kehityksen ja kasvun osalta vetää Tšekki (58% Careerin liikevaihdosta 2022). Tšekissä ja toiseksi suurimmassa kohdemaassa Slovakiassa työvoimasta noin 1/3 työllistää valmistava teollisuus. Erityisesti Tšekissä työttömyysprosentti on ollut viime vuodet EU:n alhaisimpia ja työvoimasta on pulaa. Matala työttömyysaste voi tarkoittaa, että rekrytointiportaalit joutuvat houkuttelemaan

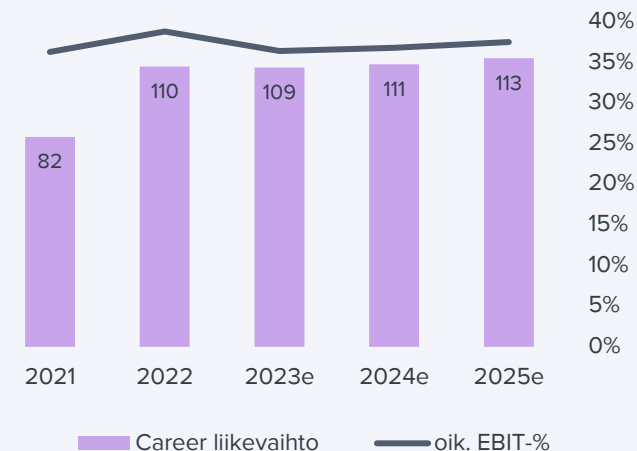
mahdollisia työntekijöitä työmarkkinoille, joka käytännössä tarkoittaa suurempia myynti- ja markkinointikustannuksia. Toisaalta työntekijöitä hakevien yritysten on panostettava entisestään työpaikkahakuun ja niihin liittyviin lisäpalveluihin, joka osaltaan vaikuttaa positiivisesti Careerin kehitykseen.

Käsityksemme mukaan ennen koronapandemiaa Careerin liiketoiminnot Tšekissä ja Slovakiassa painottuivat enemmän suurien yritysten työnhakujen palvelemiseen, mutta koronan myötä yhtiön asiakaskuntaa on laajennettu enemmän pk-yrityksiin, jolloin riippuvuus suuryrityksistä (kuten autoteollisuus) on pienentynyt. Arvioimme mukaan autovalmistajien osuus Careerin Tšekin ja Slovakian liikevaihdosta on kuitenkin edelleen suuri.

## Kasvuennusteet

Lähdemme Careerin ennusteissa oletuksesta, että itäisen Keski-Euroopan ja Suomen talouksien talouskasvu on hidastunut talven 2022 aikana ja talouskasvu on aiempaa hitaampaa myös vuosina 2023-2024. Edellisen 12 kuukauden vahvasta kysynnän kysynnästä ja liikevaihdon kirjautumisperiaatteesta johtuen (laskutuksen nousu näkyy viiveellä liikevaihdossa jaksotuksen takia) odotamme markkinapaikkojen liikevaihto kasvoi vielä Q1:llä, mutta odotamme kasvun hiipuvan loppuvuonna 2023 ja koko vuoden markkinapaikkojen liikevaihdon odotamme laskevan 1 %:n. Palvelutuottojen odotamme kuitenkin säilyvän kasvussa, minkä ansiosta odotamme koko Careerin liikevaihdon säilyvän lähes vakaana edellisen vuoden tasolla 109 MEUR:ssa.

## Careerin liikevaihto ja oik. EBIT-%



# Alma Career 3/3

Vuonna 2024 odotamme markkinapaikkojen liikevaihdon kasvavan verkkaisesti vain 1%:n talouskasvun vaimetta heijastellen. Haastavammasta toimintaympäristöstä huolimatta odotamme palveluiden jatkavan lievää kasvua muun muassa koulutuspalveluiden kasvun seurauksena. Tätä taustaa vasten ennustamme Careerin liikevaihdon kasvavan 111 MEUR:oon vuonna 2024.

## Marginaalit ovat korkeat

Ennustamme Careerin vuoden 2023 oikaistun liikevoiton laskevan 6 % 39,9 MEUR:oon (2022: 42,5 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n nousevan 38,8 %:iin. Tämä heijastelee korkean inflaation tuomaa kustannusinflaatiota, jota odotamme yhtiön kuitenkin pystyvän osin paikkaamaan säästötoimenpiteille, kuten markkinointipanostuksia pienentämällä. Vuonna 2024 ennustamme kasvun hidastumisen ja yhä koholla olevan inflaation seurauksena segmentin kannattavuuden säilyvän suhteellisen vakaana 36,8 %:ssa, mikä vastaa noin edellisvuoden tasoista 40,7 MEUR:n oikaistua liikevoittoa.

## Keskipitkän aikavälin ennusteet

Keskipitkällä aikavälillä ennustamme Careerin liikevaihdon kasvun asettuvan noin 2-3 %:iin päämarkkinoiden pidemmän aikavälin keskimääräistä talouskasvua peilaten. Vastaavalla aikavälillä ennustamme Careerin pystyvän ylläpitämään korkeaa kannattavuutta (EBIT-% keskimäärin noin 38 %) skaalaetujen ja suurien markkinaosuuksien tuoman verkostovaikutusten tukemana.

Careerin suhdanneherkkyudestä johtuen sekä lyhyen että keskipitkän aikavälin keskeisimmät ennusteriskit liittyvät työvoiman tarpeen muutoksiin, mikä linkittyy suhdannevaihteluihin ja työvoiman saatavuuden puutteeseen.

## Careerin ennusteet

Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	82,2	109,8	109,4	110,6	113,0
Käyttökate oik.	32,6	45,5	42,8	43,6	45,3
Liikevoitto oik.	30,0	42,5	39,9	40,7	42,4
Liikevoitto	30,0	48,5	39,9	40,7	42,4
Kertaluonteiset erät	-	+ 6	-	-	-

Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	31,1 %	33,6 %	-0,4 %	1,1 %	2,2 %
Liikevoitto oik. kasvu-%	44,7 %	42,8 %	-6,3 %	2,1 %	4,1 %
Oik. käyttökate-%	39,7 %	41,3 %	39,1 %	39,4 %	40,1 %
Oik. liikevoitto-%	36,6 %	38,8 %	36,4 %	36,8 %	37,5 %
Liikevoitto-%	36,6 %	48,5 %	36,4 %	36,8 %	37,5 %

# Alma Consumer 1/2

## Kuluttajille suunnatut digitaaliset markkinapaikat

Consumer on liikevaihdolla ja oikaistulla liiketuloksella mitattuna konsernin toiseksi suurin segmentti. Vuonna 2022 sen liikevaihto oli 104 MEUR (2022: 34 % Alma Median liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto oli 24,4 MEUR. (2022: 28 % konsernin oik. liikevoitosta).

Liiketoiminnan keskiöön ovat nousseet kuluttajille suunnatut digitaaliset markkinapaikat (mm. asumiseen liittyvät Etuovi.com ja Vuokraovi.com, moottorialan palveluihin liittyvät Autotalli.com, NettiAuto ja NettiMoto). Lisäksi merkittävässä roolissa on mediayksikkö, joka koostuu valtakunnallisesta uutismedia Iltalehdestä. Segmenttiin lukeutuu myös vertailupalvelut Autojerry, Urakkamaailma, Katsastushinnat.fi ja Etua, Uutispalvelu Ampparit ja digitaalsiin mainosratkaisuihin erikoistunut Netello. Consumerin kohdemarkkinat ovat Suomen markkinat.

Consumer on markkinajohtaja asumisen sekä moottorialan markkinapaikoissa. Markkinajohtajuuden saavuttaminen on digitaalisissa palveluissa erittäin arvokasta, sillä se mahdollistaa skaalaetujen ja hinnoitteluvoiman kautta tyypillisesti korkean kannattavuuden. Lisäksi tunnetut brändit kuluttajille suunnatuissa markkinapaikoissa vahvistavat markkina-asemaa ja nostaa markkinoille tulon kynnyksiä.

Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,28 mrd. euroa) suhteutettuna Consumerin markkinaosuus on noin 3 % koko markkinasta ja verkkomainonnasta noin 5 %.

## Digitaalisten tuottojen osuus korkea

Consumerin digitaalisen liikevaihdon osuus vuoden 2022 liikevaihdosta oli 82,7 %. Huolimatta siitä, että markkinapaikkojen tuotot ovat osin riippuvaisia kuluttajien tekemistä investoinneista kestokulutushyödykkeisiin, kehittyivät markkinapaikkojen tuotot vahvasti vuonna 2022 jolloin sekä asuntokauppa että käytettyjen autojen kauppa oli vauhdissa. Tämä heijasteleekin hyvällä tasolla säilyneitä ilmoitusten lukumääriä ja mainontaa.

Consumerin mediayksikön tuotot ovat yhdistelmä perinteistä printtimediaa ja pitkälti mainosrahoitteista verkkomediaa. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus Consumerille on kohtuullinen, sillä painetun median osuus Consumerin liikevaihdosta oli 19 % vuonna 2022.

**Markkinapaikkojen** osuus Consumerin liikevaihdosta oli vuonna 2022 40 %. Nämä tuotot muodostuvat pääosin ilmoitustuotoista kuluttajien suosimilla markkinapaikoilla (mm. Etuovi.com ja NettiAuto).

**Mainostuottojen** osuus liikevaihdosta vuonna 2022 oli 34 %. Näistä mainostuotoista 90 % muodostui verkkomainonnasta ja noin 10 % painetun median mainonnasta.

**Sisältötuottojen** osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2022 16 %. Sisältötuotot muodostuivat painetun Iltalehden irtonumeromyynnistä sekä Iltalehti plus -palvelun tilaustuotoista.

**Palvelutuotot** muodostivat vuonna 2022 10 % ja ne koostuivat muun muassa digitaalisista palveluista, kuten Autojerry, Urakkamaailma ja Etua.

## Consumer lyhyesti, 2022

**104 MEUR**

Liikevaihto 2022

**23,4 %**

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

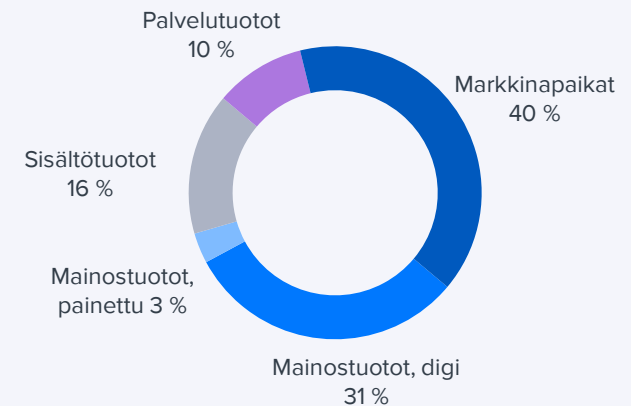
**81 % / 19 %**

Digitaalisten tuottojen / muun liiketoiminnan osuus

**#1 markkina-asema**

Asuntojen ja autokaupan markkinapaikoissa

## Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2022



# Alma Consumer 2/2

## Segmentin kasvunäkymät

Arviomme mukaan Consumerin kasvunäkymät ovat keskipitkällä aikavälillä kokonaisuutena positiiviset. Markkinapaikkojen kasvun jatkumista keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä tukee arviomme mukaan asunto- ja autokaupan volyymien kasvu. Lisäksi digitaalisen mainonnan ja palveluiden kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät ja odotammekin digitaalisten liiketoimintojen tuottojen kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 5-10 % vuodessa. Sen sijaan painetun median osalta odotamme rakenteellisten trendien jatkuvan markkinaa supistavana. Arviomme, että segmentin painetun median liikevaihto tulee jatkamaan 5-10 %:n laskussa keskipitkällä aikavälillä.

Kannattavuuden odotamme nousevan keskipitkällä aikavälillä maltillisesti kasvavan liikevaihdon ja erittäin hyvin skaalautuvan digitaalisen liiketoiminnan yhdistelmän myötä. Kehitystä kuitenkin hidastaa odottamamme painetun median lasku ja sen seurauksena tulevat tehokkuushaitat.

## Ennusteet

Ennustamme Consumerin liikevaihdon laskevan vuonna 2023 2 % 102 MEUR:oon. Tämän taustalla ajureina toimii mainosmyynnin supistuminen, kun taas muiden liikevaihdon ajureiden kokonaiskehityksen odotamme olevan suhteellisen vakaata. Vastaavasti vuonna 2024 odotamme liikevaihdon kasvavan vajaat 2 % piristyvän markkinapaikkojen ja mainonnan kehityksen seurauksena.

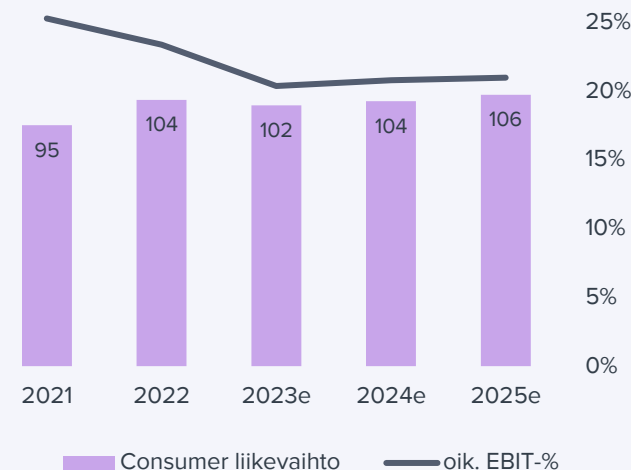
Ennustamme vuoden 2023 oikaistun liikevoiton laskevan noin 14 % 20,8 MEUR:oon (2022: 24,5

MEUR) kustannusten nousun ja korkeakatteisen mainonnan liikevaihdon supistumisen vuoksi. Tämä vastaa edellisvuotta matalampaa 20,4 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia (2021: 23,4 %). Maltillista kasvua ja H2'23:lla arviomme mukaan jo jossain määrin realisoituvia säästötoimenpiteitä heijastellen ennustamme vuoden 2024 oikaistun liikevoiton kasvavan lähes 4 % 21,6 MEUR:oon ja näin ollen oikaistun liikevoitto-%:n nousevan 20,8 %:iin.

Keskipitkällä aikavälillä odotamme oikaistun liikevoiton jatkavan kasvu-uralla lievän liikevaihdon kasvun skaalautuessa sen tullessa digitaalisista ja siten hyvin kannattavista lähteistä.

Positiivisena riskinä ennusteillemme pidämme markkinapaikkojen onnistunutta muuntautumista transaktiomalliin. Transaktiovetoisen mallin erittäin korkean kannattavuuden ansiosta sen tuoman kasvun positiivinen vaikutus Consumerin kannattavuuteen olisi arviomme mukaan merkittävä. Keskeinen negatiivinen riski ennusteillemme on kilpailun kiristyminen etenkin markkinapaikoissa ja mainonnassa.

## Consumer liikevaihto ja oik. EBIT-%



Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	94,5	104,1	102,2	103,9	106,4
Käyttökate oik.	28,2	29,9	26,6	27,5	28,2
Liikevoitto oik.	23,9	24,4	20,8	21,6	22,3
Liikevoitto	23,5	24,6	20,4	21,6	22,3
Kertaluonteiset erät	-0,4	0,2	-	-	-

Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	35,3 %	10,2 %	-1,9 %	1,6 %	2,3 %
Liikevoitto oik. kasvu-%	59,3 %	1,8 %	-14,4 %	3,7 %	3,3 %
Oik. käyttökate-%	29,8 %	28,7 %	26,1 %	26,5 %	26,5 %
Oik. liikevoitto-%	25,3 %	23,4 %	20,4 %	20,8 %	21,0 %
Liikevoitto-%	24,9 %	26,6 %	20,0 %	20,8 %	21,0 %



# Alma Talent 1/2

## Talous- ja ammattilaismedia Talent

Talent on liikevaihdolla ja liiketuloksella mitattuna Alma Median pienin segmentti, sillä sen vuoden 2022 liikevaihto oli 96,5 MEUR (31 % Alma Median liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto oli 19,7 MEUR (2022: oik. EBIT-% 20,4 % / 23 % konsernin oik. liikevoitosta).

Talentin liiketoiminta muodostuu mediasta ja palveluista. Segmentin mediayksiköistä merkittävin on talousmedia Kauppalehti, jolla on johtava asema Suomen talousmediassa. Muita talous- ja ammattimediaa ovat mm. Talouselämä, Tekniikka & Talous ja Arvopaperi. Nämä muodostavat yhteensä reilu puolet Talentin liikevaihdosta. Alma Talent Palvelut tarjoaa ammattilaisille ja yrityksille kattavasti sisältöjä liittyen yritystietoon, kiinteistötietoon, juridiikkaan, taloushallintoon, osaamisen kehittämiseen, johtamiseen ja markkinointipalveluihin. Lisäksi palveluihin kuuluvat toimitilojen markkinapaikat Suomessa ja Ruotsissa sekä digitaalisen asuntokaupan alusta DIAS.

Talent on liikevaihdolla sekä palvelujen käyttäjä- ja tilaajamäärillä mitattuna Suomen suurin talous- ja ammattilaisjulkaisumedia. Kantar TNS:n laskemaan Suomen mediamainonnan markkinaa (noin 1,3 mrd. euroa) suhteutettuna Talentin markkinaosuus on noin 1 % koko markkinasta ja vajaa 2 % verkkomainonnasta.

## Painetun median painoarvo kokonaistuotoista edelleen olennainen

Talentin liiketoimintamalli hajautuu laajasti useisiin eri tuottolähteisiin, mikä on seurausta segmentin koko Suomen talous- ja ammattilaismediakentän laaja-alaisesti kattavasta tuoteportfoliosta sekä

useista eri tyyppisistä palveluliiketoiminnoista. Media-alan rakenteellisten trendien vaikutus segmentin kehitykseen on kuitenkin edelleen merkittävä, sillä digitaalisen median osuus Talentin liikevaihdosta oli 59 % vuonna 2022. Vastaavasti muun liikevaihdon osuus oli 41 %, mistä yli puolet muodostuu painetusta mediasta.

**Sisältötuottojen** (tilaustuotot) osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2022 36 %, mikä tuo vakautta liikevaihtoon. Käsityksemme mukaan sisältötuotot muodostuvat nykyään lähes kokonaan toistuvista tilaustuotoista, kun taas irtolomakymyynnin osuus on hyvin pieni. Sisältötuotot jakautuivat puoliksi painettuun ja digitaaliseen sisältöön vuonna 2022.

**Palvelutuotot** muodostivat vuonna 2022 segmentin liikevaihdosta 39 %. Palveluotot jakaantuvat suoramarkkinointipalveluihin, tapahtuma- ja koulutuspalveluihin digitaalisiin palveluihin kuten Alma Talent Tietopalveluihin. Myös digitaalisen asuntokaupan alustan DIASin liikevaihto sisältyi Talentin palvelutuottoihin.

**Mainostuottojen** osuus oli vuonna 2022 20 % segmentin liikevaihdosta. Segmentin mainostuotoista 40 % muodostuu taantuvasta painetun median mainonnasta ja suurempi osuus kasvavasta verkkomainonnasta.

**Markkinapaikkojen** osuus segmentin liikevaihdosta oli vuonna 2022 7 %. Segmentin markkinapaikkoja ovat Ruotsissa ja Suomessa toimivat toimitilamarkkinapaikat objektvision.se sekä Kauppalehti toimitilat.

## Talent lyhyesti, 2022

**96,5 MEUR**

Liikevaihto 2022

**20,4 %**

Kannattavuus, oikaistu liikevoitto-%

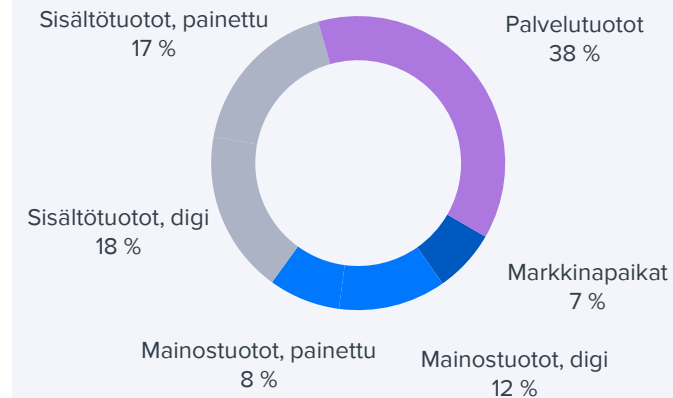
**59 % / 41 %**

Digitaalisten tuottojen osuus / printin ja palvelutuottojen osuus

**#1 markkina-asema**

Talous- ja ammattilaismedia, Suomi

## Liikevaihto tuottotyypeittäin, 2022



# Alma Talent 2/2

## Segmentin kasvunäkymät

Talent-liiketoiminnassa on käynnissä siirtymä sisältöliiketoiminnan osalta painetusta mediasta digiin, mikä vaimentaa heikosti kehittyvän painetun mediamainonnan kanssa segmentin kokonaisliikevaihdon kehitystä. Palveluissa ja markkinapaikoissa segmentin kasvunäkymä on arviomme mukaan hyvä.

Arvioimme segmentin painetun median liikevaihdon laskevan 5-10 %:n vuotuisella vauhdilla lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä heijastellen odottamaamme painetun median mainostuottojen ja tilaajien määrän laskua. Odotamme puolestaan digitaalisen liiketoiminnan tuottojen paikkaavan painetun median liikevaihdon laskua. Digitaalisen liiketoiminnan tuottojen odotammekin kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 3-5 %:n vauhtia ja palveluiden sekä markkinapaikkojen noin 0-5 % vuodessa. Siten segmentin kokonaisliikevaihdon kasvu nousee keskipitkällä aikavälillä arviomme mukaan positiiviseksi peilaten painetun median pienenevää suhteellista osuutta segmentin tuotoista.

Kannattavuuden osalta odotamme segmentiltä myynnin jakauman asteittaisen parantumisen (kannattavamman digin suhteellinen osuus liikevaihdosta kasvaa) ja tehokkuuden parantumisen myötä lievää nousua keskipitkällä aikavälillä.

## Ennusteet

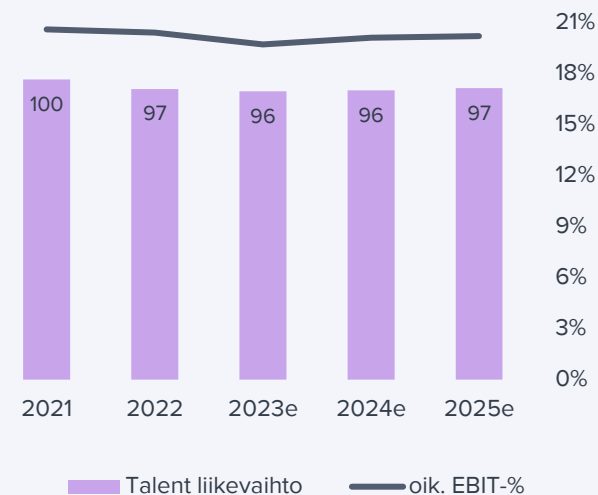
Ennusteissamme Talentin liikevaihdon kasvu on lähivuosina verkkaista digitaalisten tulolähteiden kompensoidessa painetun median laskevaa liikevaihtoa.

Kuluvana vuonna ennustamme Talentin liikevaihdon laskevan noin 1 %:n 95,8 MEUR:oon. Laskun taustalla on lievä mainos- ja sisältötuottojen lasku, jota kompensoi markkinapaikkojen epäorgaaninen kasvu Toimitilat.fi-yritysostoa heijastellen. Vuonna 2024 odotamme kasvavien digitaalisten tuottojen kasvattavan liikevaihtoa lievästi, mutta painetun median liikevaihdon laskun hidastavan liikevaihdon kokonaiskasvun nollakasvun tasolle. Keskipitkän aikavälin ennusteperiodilla ennustamme liikevaihdon kehityksen olevan lievästi positiivista Talentin sisältöjen kilpailukykyä ja digitaalisten tuottojen kasvua heijastellen, mitkä kompensoivat painetun median laskua.

Ennustamme vuoden 2023 oikaistun liikevoiton laskevan 4 % 18,9 MEUR:oon (2022: 19,7 MEUR) ja oikaistun liikevoitto-%:n laskevan 19,7 %:iin (2022: 20,4 %) liikevaihdon laskua ja lievää kustannusinflaatiota peilaten. Vuonna 2024 ennustamme suhteellisen kannattavuuden elpyvän aavistuksen liikevaihdon jakauman parantumista peilaten. Keskipitkällä aikavälillä ennustamme digitaalisen liiketoiminnan kasvun ja tätä kautta liikevaihdon jakauman digitalisoitumisen ajavan kannattavuuteen maltillista vahvistumista.

Positiivisena riskinä ennusteillemme näemme odotuksia vahvemman digitaalisen mainonnan, sisältömyynnin ja palveluiden (mm. DIAS) kehityksen. Myös Pohjoismaiset toimitilojen markkinapaikat voivat arviomme mukaan tarjota pidemmällä tähtäimellä Talentilla uusia kasvunajureita. Negatiiviset riskit liittyvät kilpailuaseman muutoksiin digimainonnassa sekä painetun median rakennemuutoksen voimakkuuteen.

## Talent liikevaihto ja oik. EBIT-%



Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	99,7	96,5	96,1	96,9	97,9
Käyttökate oik.	24,2	23,1	22,2	23,1	23,4
Liikevoitto oik.	20,5	19,7	18,9	19,3	19,6
Liikevoitto	20,5	20,1	18,9	19,3	19,6
Kertaluonteiset erät	-	0,4	-	-	-

Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	4,8 %	-3,2 %	-0,8 %	0,4 %	0,8 %
Liikevoitto oik. kasvu-%	26,5 %	-4,0 %	-4,2 %	2,4 %	1,4 %
Oik. käyttökate-%	24,3 %	23,9 %	23,2 %	24,1 %	24,1%
Oik. liikevoitto-%	20,6 %	20,4 %	19,7 %	20,1 %	20,2 %
Liikevoitto-%	20,6 %	20,9 %	19,7 %	20,1 %	20,2 %

Lähde: Inderes

# Taloudellinen tilanne

## Taserakenne

Alma Median taseen loppusumma oli Q1'23:n lopussa 495 MEUR. Taseen pitkäaikaisista varoista suurimman osan muodostaa liikearvo (294 MEUR), joka muodostui merkittävältä osin (~58 %) Nettix-yrityskaupassa, joka tehtiin Q1'21:llä. Samainen yrityskauppa kasvatti myös aineettomien hyödykkeiden määrää, jotka olivat 88 MEUR vuoden Q1'23:n lopussa. Muu osa liikearvosta ja aineettomista hyödykkeistä on valtaosin syntynyt vuonna 2021 tehtyjen rekrytointiportaalien ostojen ja vuoden 2015 lopussa toteutetun Talentumin hankinnan yhteydessä. Aineellista omaisuutta yhtiön taseessa oli 30 MEUR ja rahavaroja 43 MEUR. Loput taseen varoista muodostui saamisista ja muista varoista, joista merkittävin erä oli 38 MEUR:n myyntisaamiset.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on liiketoiminnan luonteesta johtuen tyypillisesti negatiivinen, sillä suurelle osaa liikevaihtoa kertyy ennakkomaksuja ja ostovelat ovat tyypillisesti selvästi myyntisaamisia korkeammat. Q1'23:n lopussa käyttöpääoma oli noin 57 MEUR negatiivinen.

Kokonaisuutena Alma Median varoista jakautui Q1'23:n lopussa 18 % Careerille, 21 % Talentille ja 43 % Consumerille, kun taas loput eli 17 % olivat konsernin varoja (ts. kohdistamattomia). Pidämme Alma Median tase-eriä kurantteina ja arvioimme mukaan kokonaisuutena alaskirjauksiin liittyvät riskit ovat pienet.

## Velka on sulanut ripeästi

Nettix-yrityksoston myötä Alma Median

velkaantumistaso nousi tilikauden 2021 lopussa 109 %:iin. Vastaavasti omavaraisuusaste oli vuoden 2021 lopussa 35 %. Tuloksellisesti vahvojen vuosien 2021-2022 ansiosta velkaantuneisuus on laskenut reippaasti ja Q1'23:n nettovelkaantuneisuus oli 59 % ja omavaraisuusaste oli lähes 48 %. Pitkäaikaista korollista velkaa yhtiöllä oli 164 MEUR, mikä muodostui 140 MEUR:n rahoituslainoista ja vajaan 24 MEUR:n IFRS16-veloista. Lyhytaikaista korollista velkaa oli 7 MEUR, joka muodostui niin ikään leasingveloista. Siten korollista nettovelkaa yhtiöllä oli 128 MEUR. Nettovelan ja käyttökatteen (ed. 12kk) suhdeluku oli siten 1,5x. Tämä on alle 2,5x tavoitetason ja mielestämme velkaantuneisuus on kokonaisuutena maltillisella tasolla. Pitkäaikainen rahoitus erääntyy vuoden 2024 lopussa, joten odotamme sen uudelleen rahoitusta vuoden 2023 aikana. Arvioimme tämän tapahtuvan kohtuulliseen hintaan hyvän rahoitusaseman ja liiketoiminnan laadun ansiosta.

## Vahva kilpailukyky näkyy pääoman tuotoissa

Alma Median sijoitetun pääoman (ROI-% tai ROIC-%) ja oman pääoman tuotto (ROE-%) ovat olleet erittäin hyvällä tasolla viimeisten vuosien aikana. Vuonna 2022 yhtiön raportoima oman pääoman tuotto oli 38,6 % ja sijoitetun pääoman tuotto (ROI-%) oli 18,9 %. Vastaavat luvut ovat olleet viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 22,5 % (ROE-%) ja 14,8 % (ROIC-%). Yhtiö siis kykenee tuottamaan varsin hyvin ja selvästi tuottovaadetta korkeampaa tuottoa pääomalle.

## Kassavirtakone, joka takaa osingonmaksukykyyn

Alma Median liiketoiminnan rahavirta on ollut

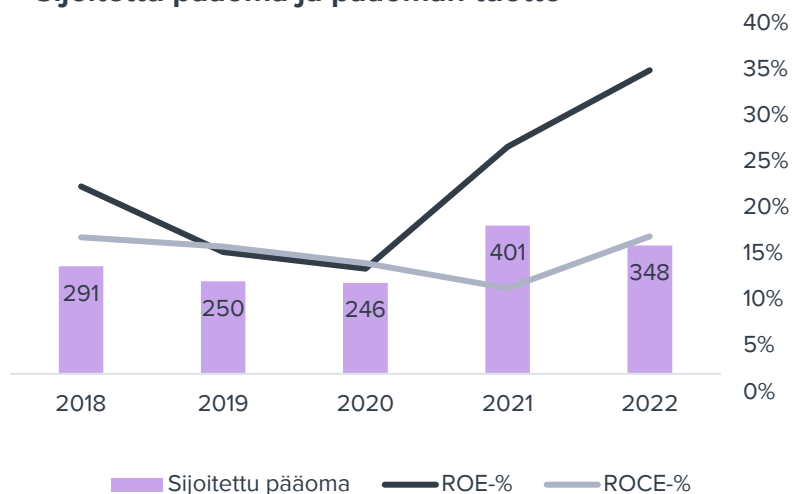
vuosien 2018-2022 aikana vahvalla tasolla noin 22-29 % liikevaihdosta. Koko ajanjakson keskiarvo on ollut noin 26 %.

Tämän taustalla on se, että asiakkaat maksavat Alma Medialle sen tuotteista ja palveluista osin ennakkoon (jatkuvan liikevaihdon osuus suuri), jolloin liiketoiminnassa aiheutuu toisaalta suhteellisen paljon saatuja ennakoita ja vähän myyntisaamisia, joiden ansiosta käyttöpääoma on negatiivinen. Tämä heijastuu liiketoiminnan rahavirtaan positiivisesti, sillä liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa vaan yhtiö kykenee rahoittamaan operatiivista liiketoimintaansa asiakkaiden rahoilla. Lisäksi liiketoiminnoiden orgaaniset käyttöomaisuusinvestointitarpeet ovat olleet maltilliset (keskimäärin reilu 3 MEUR vuodessa). Edellä mainitut tekijät ovat näkyneet erinomaisena kassakonversiona (vapaa kassavirta/liikevoitto), joka on ollut vuosina 2018-2022 keskimäärin 80 %.

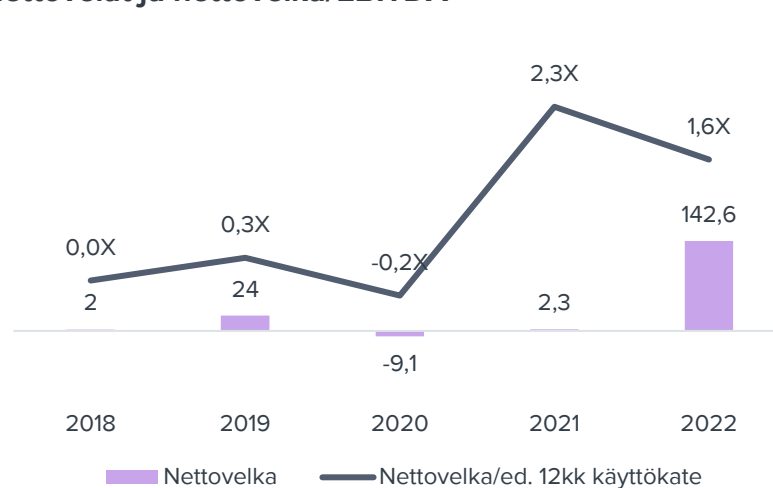
Yhtiön liiketoiminnot ovat varsin kannattavia ja erinomaista kassavirtaa tuottavia. Kannattavuus on historiallisesti ollut myös melko vakaata esimerkiksi silloinkin, kun liiketoimintaympäristö muuttui voimakkaasti (esim. koronavuosi 2020: 24,3 % liiketoiminnan rahavirta suhteessa liikevaihtoon). Tämä laskee liiketoiminnan riskitasoa. Alma Median liiketoimintojen melko vakaan aseman ja vahvan vapaan kassavirran tuottokyvyn ansiosta on yhtiöllä mahdollisuus jakaa kasvavaa osinkoa pitkällä aikavälillä. Lisäksi kassavirralla pystytään rahoittamaan nykyisiä liiketoimintoja täydentäviä yritysostoja samanaikaisesti.

# Taloudellinen tilanne

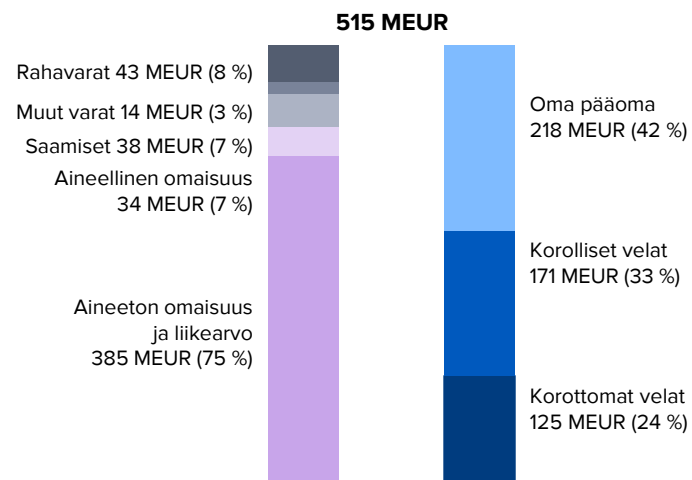
## Sijoitettu pääoma ja pääoman tuotto



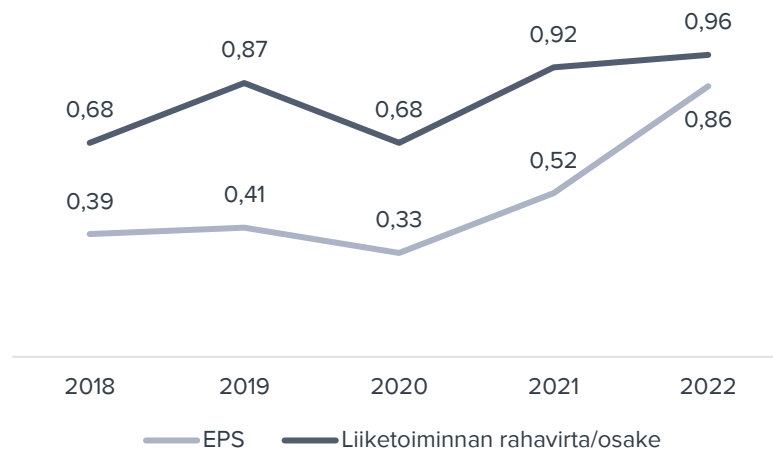
## Nettovelat ja nettovelka/EBITDA



## Taserakenne, Q1'23:n lopussa



## Liiketoiminnan rahavirta ja osakekohtainen tulos



# Ennusteet konsernitasolla 1/2

## Vuonna 2023 pelataan puolustuspeliä

Alma Media arvioi vuoden 2023 liikevaihdon (2022: 308,8 MEUR) ja oikaistun liikevoiton (2022: 73,4 MEUR) olevan vuoden 2022 tasolla tai laskevan vuodesta 2022. Q1'23:lla Alma Median liikevaihto laski 1 %:n 75,2 MEUR:oon, minkä taustalla oli etenkin Talentin liikevaihdon lasku. Liikevaihdon laskuun vaikutti Baltian telemarkkinointiliiketoiminnan divestointi, kun taas vertailukelpoisesti liikevaihto oli vertailukauden tasolla. Kustannusten nousun myötä Q1:n oikaistu liiketulos laski 13 % varsin vahvalta vertailukauden tasolta. Q1:n oikaistu liikevoittomarginaali oli 22,6 % (vs. Q1'22 25,7 %).

Ennustamme vuoden 2023 liikevaihdon laskevan 1 %:n 306 MEUR:oon. Yhtiön oikaistun liikevoiton odotamme laskevan 8 % 67,6 MEUR:oon vastaten 22,1 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia (2022: 23,8 %). Odotamme kaikkien segmenttien tuloksen laskevan, mutta tuloksen laskua lieventää konsernikustannuksien lasku.

Operatiivisen tuloksen laskua ja kohonneita rahoituskuluja heijastellen odotamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,59 euroon osakkeelta. Hyvää liiketoiminnan rahavirtaa ja varsin kohtuullisia investointitarpeita peilaten odotamme vapaan rahavirran olevan hyvin linjassa liikevoiton kanssa ja siten yhtiön taseen ja rahoitusaseman vahvistuvan vuoden edetessä (2023e nettovelka/käyttökate 1,5x). Siten edellisvuodesta laskevasta tuloskehityksestä huolimatta odotamme Alma Medina korottavan osinkoaan lievästi 0,46 euroon osakkeelta (2022: 0,44 euroa/osake). Tämä vastaa 79 %:n osingonjakosuhdetta ja on linjassa osinkopolitiikan kanssa, jonka mukaan yhtiön tavoitteena on pitkällä aikavälillä maksaa

keskimäärin yli 50 % tilikauden tuloksesta omistajille.

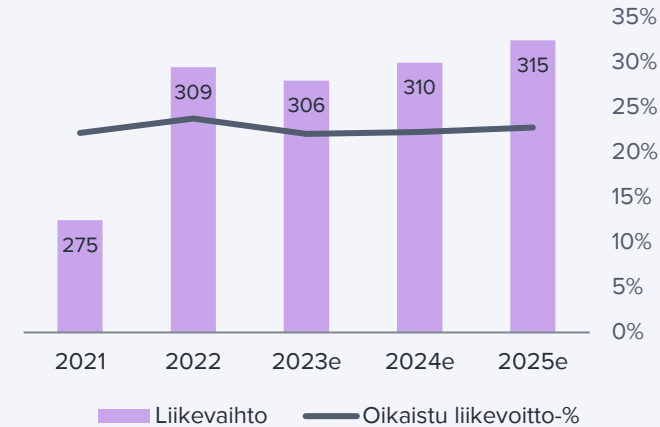
## Vuosien 2024-2025 ennusteet

Ennustamme Alma Median liikevaihdon kasvavan 1 %:n vuonna 2024 310 MEUR:oon, missä keskeisin ajuri on mainonnan ja markkinapaikkojen lievästi positiivinen liikevaihdon kehitys. Digitaalisten tuottojen kasvua peilaten odotamme vuoden 2024 oikaistun liikevoiton kasvavan hienoisesti liikevaihdon kasvua ripeämmin eli noin 2 % ja yltävän 69,1 MEUR:oon. Näin ollen odotamme kannattavuuden kohoavan lievästi ja yltävän 22,3 %:iin konsernitasolla.

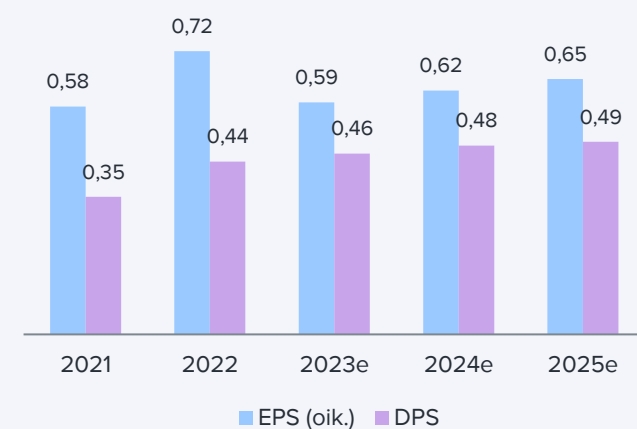
Vuonna 2025 ennustamme liikevaihdon kasvavan konsernitasolla 2 %:n ja oikaistun liikevoiton kasvavan vajaa 4 % 71,8 MEUR:oon edelleen digiliiketoimintojen kasvun viitoittamana. Tämä vastaa edelleen hieman kohoavaa oikaistua liikevoittomarginaalia, joka yltää ennusteissamme 22,8 %:iin vuonna 2024.

Ennusteissamme vuosien 2024-2025 rahoituskulut säilyvät korkeampaa korkotasoa mukaillen lähihistoriaa korkeammalla. Siten vastaavien vuosien osakekohtaisten tulosten odotamme asettuvan 0,62 euroon ja 0,65 euroon melko vakaata operatiivista tuloskehitystä mukaillen. Varsin hyvää vapaata rahavirtaa mukaillen Alma Median tase ja rahoitusasema vahvistuu ennusteissamme mahdollistaen yritysostojen jatkamisen entistäkin suuremmalla vaihteella. Vuoden 2025 lopun ennusteillamme yhtiön nettovelka/käyttökate onkin laskenut maltilliselle 1,1x tasolle. Siten erinomaista rahoitusasemaa heijastellen ennustamme vuosien 2024-2025 osinkojen (0,48 euroa ja 0,49 euroa) jatkavan maltillisella nousukäyrällä.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet konsernitason 2/2

## Pitkän aikavälin tulosenusteet

Pitkällä aikavälillä keskeisiä tuloskehityksen ajureita ovat skaalautuvan ja kannattavuudeltaan vahvemman digitaalisen liiketoiminnan kasvunopeus sekä painetun median laskutrendi. Tätä heijastellen keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvun ennusteemme on 2,5 %:ssa. Ennusteemme pohjautuvat ennustamaamme orgaaniseen kasvuun, eivätkä ne sisällä todennäköisenä pitämäämme epäorgaanista kasvua.

Liiketoiminnan nykyinen rakenne ja toisaalta painopisteen siirtyminen digitaalisiin liiketoimintoihin pitää ennusteissamme Alman liikevoitto-%:n (2032: 23,5 %) erinomaisella tasolla. Tämän johdosta operatiivinen tuloskasvu on myös kohtuullista (CAGR

2024-2032: + 3 %) ja sijoitetun pääoman tuotto on erinomaisella tasolla (2023e-2032e ka ~ 19 %).

## Hyvin lieviä ennustemuutoksia

Teimme laajan raportin yhteydessä marginaalisia ennustemuutoksia lähivuosille. Näiden myötä lähivuosien liikevaihdon ennusteemme laskivat 1 %:n kun taas tulosenusteet laskivat 1- 2 %.

Ennustemuutoksien pääasiallinen kohde oli Consumer-segmentti, jossa tarkastimme liikevaihdon ennusteitamme lievästi maltillisemmiksi vuosien 2024 ja 2025 osalta. Tämä valui segmentin korkea kannattavuutta mukailien tulosenusteisiin, jotka niin ikään laskivat.

Emme ole toistaiseksi huomioineet ennusteissamme

vastikään [kerrottua Pohjois-Makedonian online rekrytointipalvelun osto](#). Tämän taustalla on se, että yritysosto edellyttää kilpailuviranomaisten hyväksyntää ja se toteutetaan vasta hyväksynnän jälkeen. Vratotuvanje Onlinen liikevaihto oli 0,5 MEUR euroa vuonna 2022, mikä on vajaa 0,5 % Careerin vuoden 2022 liikevaihdosta.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	307	306	0 %	311	310	-1 %	317	315	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	67,4	67,6	0 %	70,1	69,1	-1 %	72,9	71,8	-1 %
Liikevoitto	66,5	66,7	0 %	69,6	68,6	-1 %	72,4	71,3	-1 %
Tulos ennen veroja	60,5	60,8	0 %	66,1	65,1	-2 %	68,9	67,7	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,59	0,59	0 %	0,63	0,62	-2 %	0,66	0,65	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,46	0,46	0 %	0,48	0,48	0 %	0,49	0,49	0 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>230</b>	<b>275</b>	<b>76,2</b>	<b>79,3</b>	<b>74,6</b>	<b>78,7</b>	<b>309</b>	<b>75,3</b>	<b>78,3</b>	<b>73,6</b>	<b>78,6</b>	<b>306</b>	<b>310</b>	<b>315</b>	<b>324</b>
Alma Career	62,7	82,2	26,7	28,4	27,3	27,4	109,8	27,7	28,5	26,1	27,1	109	110,6	113	118
Alma Talent	95,1	99,7	25,2	24,1	22,2	25,0	96,5	23,9	23,9	22,7	25,3	95,8	96,1	96,9	97,9
Alma Consumer	69,8	94,5	24,8	27,1	25,5	26,7	104	24,2	26,3	25,2	26,6	102	104	106	109
Muut ja eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertaluonteiset erät	2,5	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-1,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-1,7	-1,0	-1,0	-1,1
<b>Käyttökate</b>	<b>58,9</b>	<b>73,5</b>	<b>24,1</b>	<b>30,2</b>	<b>23,5</b>	<b>19,4</b>	<b>97,2</b>	<b>20,8</b>	<b>22,5</b>	<b>21,5</b>	<b>19,0</b>	<b>83,9</b>	<b>86,0</b>	<b>88,6</b>	<b>90,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-15,8	-16,7	-4,3	-4,3	-4,3	-4,4	-17,2	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-17,2	-17,3	-17,3	-16,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>45,3</b>	<b>61,1</b>	<b>19,6</b>	<b>19,2</b>	<b>19,3</b>	<b>15,2</b>	<b>73,4</b>	<b>17,0</b>	<b>18,4</b>	<b>17,3</b>	<b>14,9</b>	<b>67,6</b>	<b>69,1</b>	<b>71,8</b>	<b>73,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>43,1</b>	<b>56,8</b>	<b>19,8</b>	<b>25,9</b>	<b>19,3</b>	<b>15,0</b>	<b>80,0</b>	<b>16,5</b>	<b>18,2</b>	<b>17,2</b>	<b>14,7</b>	<b>66,7</b>	<b>68,6</b>	<b>71,3</b>	<b>73,7</b>
Alma Career	20,6	30,0	12,3	11,8	10,0	8,4	42,5	11,0	11,5	9,2	8,2	39,9	40,7	42,4	43,4
Alma Talent	16,2	20,6	5,5	4,3	4,9	5,1	19,7	4,8	4,8	4,5	4,8	18,9	19,3	19,6	20,0
Alma Consumer	15,0	23,9	5,0	6,7	6,8	5,9	24,4	4,0	5,3	6,2	5,3	20,9	21,6	22,3	23,3
Muut ja eliminoinnit	-6,5	-13,4	-3,2	-3,5	-2,4	-4,1	-13,2	-2,9	-3,2	-2,6	-3,4	-12,1	-12,5	-12,5	-12,5
Kertaluonteiset erät	-2,3	-4,3	0,2	6,6	0,0	-0,3	6,6	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5
Nettorahoituskulut	-1,0	-1,4	0,4	1,4	0,7	3,7	6,3	-1,9	-1,5	-1,5	-1,5	-6,4	-4,0	-4,0	-2,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>42,2</b>	<b>56,3</b>	<b>20,0</b>	<b>27,5</b>	<b>20,3</b>	<b>19,0</b>	<b>86,9</b>	<b>14,6</b>	<b>16,9</b>	<b>15,9</b>	<b>13,4</b>	<b>60,8</b>	<b>65,1</b>	<b>67,7</b>	<b>71,9</b>
Verot	-9,0	-12,1	-4,0	-4,2	-4,0	-2,3	-14,5	-2,9	-3,6	-3,4	-2,9	-12,8	-13,9	-14,5	-15,3
Vähemmistöosuudet	-5,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Nettotulos</b>	<b>27,5</b>	<b>43,6</b>	<b>16,0</b>	<b>23,4</b>	<b>16,3</b>	<b>16,7</b>	<b>72,4</b>	<b>11,7</b>	<b>13,3</b>	<b>12,5</b>	<b>10,5</b>	<b>47,9</b>	<b>50,8</b>	<b>52,9</b>	<b>56,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,36</b>	<b>0,58</b>	<b>0,19</b>	<b>0,12</b>	<b>0,20</b>	<b>0,21</b>	<b>0,72</b>	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>	<b>0,15</b>	<b>0,13</b>	<b>0,59</b>	<b>0,62</b>	<b>0,65</b>	<b>0,68</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,33</b>	<b>0,53</b>	<b>0,19</b>	<b>0,28</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>	<b>0,88</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,15</b>	<b>0,13</b>	<b>0,58</b>	<b>0,62</b>	<b>0,64</b>	<b>0,68</b>

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-8,0 %	19,6 %	31,3 %	10,7 %	10,1 %	0,9 %	12,1 %	-1,3 %	-1,3 %	-1,2 %	-0,1 %	-1,0 %	1,3 %	1,8 %	2,7 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		34,8 %	77,1 %	15,9 %	8,0 %	-1,9 %	20,1 %	-13,2 %	-4,6 %	-10,0 %	-2,4 %	-7,9 %	2,3 %	3,8 %	2,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	25,6 %	26,7 %	31,6 %	38,0 %	31,5 %	24,6 %	31,5 %	27,7 %	28,8 %	29,2 %	24,2 %	27,4 %	27,8 %	28,1 %	27,9 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	19,7 %	22,2 %	25,7 %	24,3 %	25,8 %	19,4 %	23,8 %	22,6 %	23,5 %	23,6 %	18,9 %	22,1 %	22,3 %	22,8 %	22,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	11,9 %	15,8 %	21,0 %	29,5 %	21,8 %	21,2 %	23,4 %	15,6 %	16,9 %	16,9 %	13,4 %	15,7 %	16,4 %	16,8 %	17,3 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Kasvu- ja osinko-osakkeen yhdistelmä

Alma Media profiloituu sijoituskohteena markkinapaikkaliiketoimintojen merkittäväksi kasvaneen roolin ja kannattavan kasvun sekä aktiivisen yritysostostrategian puolelta kasvuyhtiöksi, ja painetun median hidastaman, kannattavan ja vahvaa kassavirtaa tuottavan medialiiketoiminnan puolelta osinko-osakkeeksi. Alma Median osingonmaksukyky on hyvä, sillä yhtiön kassavirta on vahva, orgaaniset investointitarpeet ovat matalat eikä sen orgaaninen kasvu sido olennaisesti pääomaa.

## Syklisyys ja toimialan murros kasvattaa tuloksen vaihteluja

Yhtiön tuloskehitys on sidoksissa talouskehitykseen, sillä osa Alma Median tuotoista syntyy ilmoitustuotoista. Toimialan murroksen jatkuminen eli painettujen medioiden sisältötuottojen lasku yhdessä suhdanteille herkän rekrytointiliiketoiminnan kanssa kasvattavat Alma Median tuloksen vaihteluja. Vastapainona näille tekijöille toimii tavanomaisesti toistuvaluonteiset ja talouden vaihteluille vähemmän alttiit sisältötuotot sekä kasvavat digitaaliset palvelutuotot.

## Yrityskaupoilla myös tulevaisuudessa

Alma Median nykyisten liiketoimintojen orgaanisen kasvunäkymät ovat maltillisia ja siten yritysjärjestelyt ovat keskeinen osa Alma Median strategiaa ja arvonluontia.

Yhtiön aiemmat yritysjärjestelyt ovat näkyneet heikosti kannattavien sekä strategiaan sopimattomien liiketoimintojen myymisellä ja kasvua sekä synergiaetuja hakevilla yritysostoilla, joilla on täydennetty ja laajennettu olemassa

olevia liiketoimintoja. Arviomme mukaan tämänkaltaisia yritysjärjestelyjä voidaan odottaa myös jatkossa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

## Positiiviset arvo-ajurit

Mielestämme Alma Median keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

**Digitaalisen liiketoiminnan kasvu:** Digitaalisten liiketoimintojen kasvunäkymät ovat edelleen hyvät ja niiden kannattavuuspotentiaali on korkea, joten ne muodostavat keskeisen arvoajurin osakkeelle. Digitaalisten liiketoimintojen osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 81 % ja tuloksesta vielä suurempi osa.

**Vahva kassavirta:** Yhtiön liiketoimintojen kyky tuottaa kassavirtaa on erinomainen, mikä mahdollistaa sekä kasvavan osingon, velan lyhentämisen että tarvittaessa myös merkittäviä yritysostoja.

**Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Alma Medialla on vahvat näytöt onnistuneista yrityskaupoista. Yhtiön velkaantuneisuus rajoittaa kykyä tehdä suurempia yritysostoja tällä hetkellä, vaikka myös oman pääoman ehtoinen rahoitus on arviomme mukaan yhtiölle mahdollista. Kassavirta kuitenkin pienentää taseen velkavipua suhteellisen nopeasti ja arviomme mukaan Alma Median voidaan odottaa säilyvän aktiivisena yritysostoissa keskipitkällä aikavälillä. Pidämme yrityskauppoja historiallisten näyttöjen pohjalta lähtökohtaisesti positiivisena optiona.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Näkemyksemme mukaan Alma Median keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

**Suhdanneherkkyys:** Olennainen osa yhtiön tuotoista syntyy suhdanneherkistä mainos- ja ilmoitustuotoista. Siten yhtiön liikevaihdon kehitys on riippuvainen talouskehityksestä. Ripeiden sopeutustoimien ansiosta yhtiö kuitenkin onnistui puolustamaan tuloskuntoaan koronapandemian aikana ja arviomme mukaan yhtiön kustannusrakenteen joustavuus kompensoi osin liikevaihtoon liittyviä riskejä.

**Painetun median tuottojen lasku:** Odotamme painetun median liikevaihdon laskun jatkuvan pitkälle tulevaisuuteen, mikä vaimentaa yhtiön kasvua ja heikentää kassavirtaa. Painetun median osuus Alma Median liikevaihdosta on noin kuudesosa.

**Kilpailuaseman muutokset:** Mediatalojen kilpailukenttä on pirstaloitunut, alalle tulokynnys on madaltunut ja kilpailu mainosinvestoinneista on koventunut globaalien toimijoiden ansiosta (esim. Facebook ja Google). Tästä johtuen kansallisten, alueellisten ja paikallisten mediatalojen kilpailuasema on altis muutoksille. Ylläpitääkseen kilpailukykyään toimijoiden tulee panostaa liiketoiminnan kehittämiseen jatkuvasti.

**Teknologia- ja sääntelyriskit:** Digitaalisten liiketoimintojen alueella keskeiset riskit liittyvät teknologiamuutoksiin, jotka saattavat muuttaa nopeasti markkinoita ja liiketoiminta-malleja, sekä kasvattaa merkittävästi tuotekehitys- ja markkinointikuluja. Tällä hetkellä näitä riskejä ovat mm. mainonnan esto-ohjelmien yleistyminen ja sosiaalisen median teknologia-alustojen vahva markkina-asema. Kuluttajadataa voimakkaasti hyödyntävien yhtiöiden osalta riskinä on myös sääntelyn kiristyminen (esim. GDPR).



# Sijoitusprofiili

1.

**Digitaalisten liiketoimintojen kasvu ja erinomainen kannattavuus**

2.

**Vakaat, kannattavat ja hyvää kassavirtaa tuottavat mediatoiminnot**

3.

**Suhdanneherkkyys nostaa liiketoiminnan riskiprofiilia**

4.

**Vahvan kassavirran myötä velkaantuneisuus laskee ripeästi ja antaa liikkumavaraa yritysostoihin**

5.

**Odotamme yhtiön jatkavan tuottolähteitä muokkaavia ja kasvua vahvistavia yritysostoja**

## Potentiaali



- Orgaaninen kasvupotentiaali korkean kannattavuuden digitaalisissa liiketoiminnoissa
- Erinomainen kassavirta ja korkea pääoman tuottokyky
- Yritysjärjestelyoptio, joka on historiallisten näyttöjen valossa positiivinen

## Riskit



- Suhdanneherkkyys
- Painetun median tuottojen rakenteellinen lasku ja sen tuoma sopeutustarve
- Kilpailuaseman muutokset
- Teknologiamuutokset

# Arvonmääritys 1/2

## Arvonmääritysmenetelmät

Osaketta arvottaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon lähivuosien ennusteisiin perustuvalla osakkeen kokonaistuotto-odotukselle (tuloskasvu+osingot+odotettu arvostuskertoimien muutos). Lisäksi tarkastelemme arvonmääritystä kassavirtamallilla (DCF). Suosimme arvonmäärityksessä taserakenteen huomioivaa EV/EBIT-kerrointa ja P/E-kerrointa.

Suhteelliselle arvostukselle emme anna juurikaan painoarvoa, sillä Alma Median liiketoimintarakenteelle ei ole löydettävissä useita selkeitä verrokkeja. Paras verrokkiyhtiö Alma Medialle olisi sekä markkinapaikkaliiketoimintoja että medialiiketoimintaa harjoittava Schibsted, mutta sen arvonmääritystä ja arvostuskertoimia sotkee tällä hetkellä yhtiön Adevinta-omistukseen liittyvä erikoistilanne, minkä takia se ei nähdäksemme sovellu suhteelliseen arvonmääritykseen.

Olemme luopuneet aiemmin soveltamastamme osien summa -mallista, sillä mielestämme sen soveltuvuus Alma Median eri tuottolähteistä muodostuville segmenteille on heikko. Emme myöskään odota Alma Median eri segmenttien olevan myynnissä, sillä arvioimme etenkin digitaalisen medialiiketoiminnan ja markkinapaikkojen liiketoiminnallisten synergioiden olevan olennainen syy pitää liiketoiminnat yhdessä.

## Osakkeen kokonaistuotto-odotus

Osakkeen tuotto-odotuksessa osingon rooli on arviomme mukaan olennainen. Ennusteillamme ja nykyisellä 8,92 euron kurssitasolla osinkotuotto asettuu 5-5,5 %:iin lähivuosina.

Ennustamme lähivuosien orgaanisen tuloskasvun olevan vaisua vahvan vuoden 2022 tasolta. Vuoden 2025 tulosennusteemme ovatkin hienoisesti alle vuoden 2022 toteuman ja siten tuloskasvu ei muodosta tuotto-odotukselle ajuria tarkastelujaksolla.

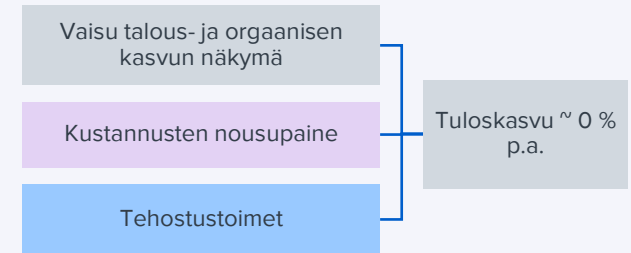
Alma Median edellisen 12 kuukauden tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat P/E-kerroin 13x ja EV/EBIT-kerroin 12x. Nämä tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat mielestämme absoluuttisesti maltillisella tasolla suhteutettuna Alma Median varsin hyvään pääomantuottokykyyn, liiketoimintojen erinomaisiin kassakonservoihin ja maltillisten investointitarpeiden myötä vapaan kassavirran tuottokykyyn. Näitä tekijöitä peilaten vuoden 2025 ennusteidemme mukainen EV/EBIT-kerroin laskee tasolle 11x vastaavan P/E-kertoimen ollessa 14x, mitkä ovat mielestämme kokonaisuutena houkuttelevat.

Lyhyen tähtäimen arvostuskertoimia voidaan myös suhteuttaa Alma Median historiallisiin arvostuskertoimiin, jotka ovat olleet keskimäärin EV/EBIT-kerroin 14x ja P/E-kerroin 18x. Edellisen viiden vuoden arvostuskertoimet sijoittuvat nollakorkojen värittämään aikaan, jonka jälkeen korkojen nousun myötä hyväksyttävät arvostustasot ovat laskeneet. Siten emme odota sijoittajien hinnoittelevan osaketta nykyisessä korkoympäristössä edellisen viiden vuoden arvostustasojen mukaisilla kertoimilla. On kuitenkin huomioitava, että samaan aikaan Alma Median liiketoiminta on muuttunut merkittävästi digitaalisen liiketoiminnan suhteellisen osuuden kasvun myötä, mikä on myös kohottanut liiketoiminnan kannattavuutta, pääoman tuottoa ja kassavirtaa.

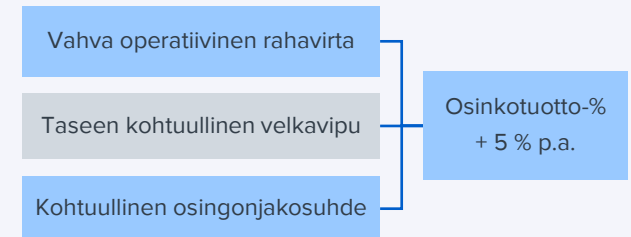
## Osaketuoton ajurit Q1'23 LTM-2025e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

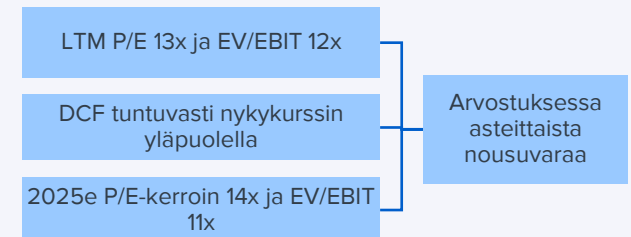
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto/riski-suhde taipuu positiiviseksi

# Arvonmääritys 2/2

Nämä tekijät puoltavatkin mielestämme hyväksyttävän arvostustason nousua. Siten mielestämme tuottovaateiden nousu ja liiketoimintaportfolion muutos muodostavat hyväksyttävälle arvostukselle selkeästi eri suuntaan vetävät ajurit. Näkemyksemme mukaan hyväksyttävä arvostustaso onkin liiketoimintaportfolion muutoksen myötä kohonnut lähelle edellisen viiden vuoden keskimääräisiä tasoja. Siten osakkeen absoluuttisissa arvostuskertoimissa onkin mielestämme nousuvaraa nykytasolta. Näin ollen arvostuksen nousuvarasta ja osinkotuotosta muodostuva tuotto-odotus nostaa tuotto/riski-suhteen mielestämme positiiviseksi.

## Kassavirtalaskelma (DCF)

Mielestämme kassavirtalaskelman soveltuvuus Alma Median arvonmääritykseen on kohtuullinen ja se kuvastaa hyvin yhtiön pitkän aikavälin arvonluontikykyä. Toisaalta sen soveltuvuutta mielestämme jossain määrin heikentää kysynnän osittainen syklisyys.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 10,7 euroa. DCF-mallissamme liikevaihdon kasvua vetää keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä digitaalisten liiketoimintojen kasvu, mutta kasvua hidastaa lievästi painetun median lasku. Vuosien 2026-2032 liikevaihdon kasvun ennusteemme on keskimäärin 2,5 %:ssa. Digitaalisten liiketoimintojen kasvun myötä yhtiön suhteellinen kannattavuus ja pääomatuotto pysyvät kuitenkin melko vakaana. Liikevoittomarginaali on mallissamme pitkällä aikavälillä 23-23,5 %:n tasolla, mikä on linjassa lähihistorian saavutetun kannattavuustason kanssa,

mutta alle yhtiön oman tavoitetason. Siten pitkän tähtäimen kannattavuusodotukset eivät ole mielestämme turhan vaativia Alma Median näyttöjen valossa.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullisella 56 %:n tasolla. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,0 %, kun taas oman pääoman kustannus on korkeampi 9,2 %.

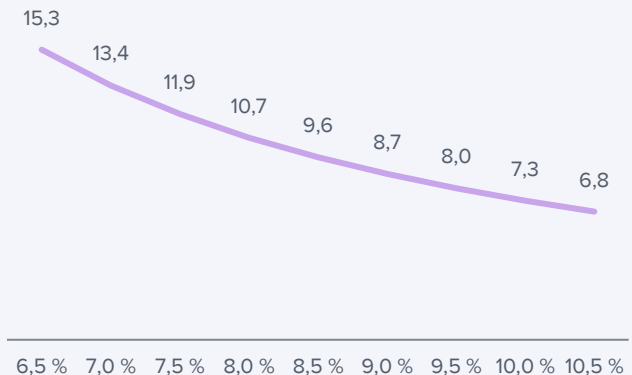
## Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Alma Median lisää-suosituksen ja tarkistamme kohollaan olevia lyhyen tähtäimen riskejä heijastellen tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 10,5 euroa). Näkemyksemme mukaan ennustamastamme osinkotuotosta ja arvostuksen nousuvarasta muodostuva lähivuosien tuotto-odotus kampeaa tuotto/riski-suhteen positiiviseksi. Keskeinen riski näkemyksellemme muodostuu arviomme mukaan makroriskeistä, jotka ovat viime aikainen uutisvirta huomioiden nyt koholla. Arviomme mukaan tämä voi toimia myös jarruna osakkeen lyhyen tähtäimen arvostuksen nousulle.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,92	8,92	8,92
Osakemäärä, milj. kpl	82,2	82,2	82,2
Markkina-arvo	733	733	733
Yritysarvo (EV)	860	843	825
P/E (oik.)	15,0	14,3	13,7
P/E	15,3	14,4	13,9
P/B	3,4	3,2	3,0
P/S	2,4	2,4	2,3
EV/Liikevaihto	2,8	2,7	2,6
EV/EBITDA (oik.)	10,2	9,8	9,3
EV/EBIT (oik.)	12,7	12,2	11,5
Osinko/tulos (%)	78,9 %	77,7 %	76,2 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	5,4 %	5,5 %

Lähde: Inderes

## Kassavirtamalli (euroa/osake) eri tuottovaateilla



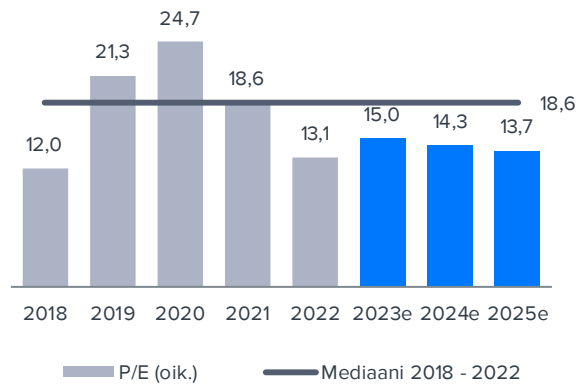
Lähde: Inderes

# Arvostus

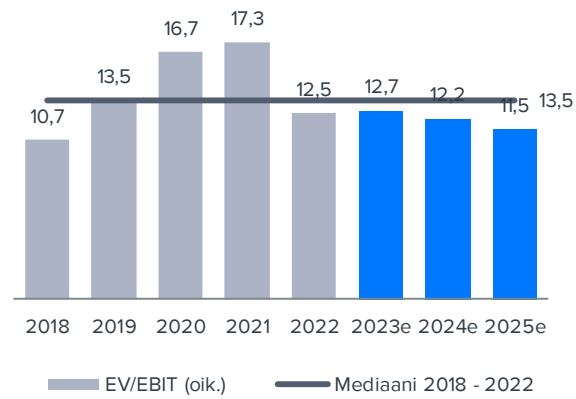
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,54	7,96	8,92	10,8	9,40	<b>8,92</b>	<b>8,92</b>	<b>8,92</b>	<b>8,92</b>
Osakemäärä, milj. kpl	82,3	82,3	82,3	82,4	82,2	<b>82,2</b>	<b>82,2</b>	<b>82,2</b>	<b>82,2</b>
Markkina-arvo	456	655	734	891	773	<b>733</b>	<b>733</b>	<b>733</b>	<b>733</b>
Yritysarvo (EV)	616	665	756	1059	920	<b>860</b>	<b>843</b>	<b>825</b>	<b>806</b>
P/E (oik.)	12,0	21,3	24,7	18,6	13,1	<b>15,0</b>	<b>14,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,1</b>
P/E	10,9	21,3	26,7	20,4	10,7	<b>15,3</b>	<b>14,4</b>	<b>13,9</b>	<b>13,1</b>
P/B	2,8	3,8	4,0	5,4	3,8	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>
P/S	1,3	2,6	3,2	3,2	2,5	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
EV/Liikevaihto	1,7	2,7	3,3	3,8	3,0	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
EV/EBITDA (oik.)	8,0	9,3	12,8	14,4	9,5	<b>10,2</b>	<b>9,8</b>	<b>9,3</b>	<b>8,9</b>
EV/EBIT (oik.)	10,7	13,5	16,7	17,3	12,5	<b>12,7</b>	<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>10,9</b>
Osinko/tulos (%)	69,0 %	106,8 %	89,9 %	66,1 %	50,0 %	<b>78,9 %</b>	<b>77,7 %</b>	<b>76,2 %</b>	<b>70,0 %</b>
Osinkotuotto-%	6,3 %	5,0 %	3,4 %	3,2 %	4,7 %	<b>5,2 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>5,4 %</b>

Lähde: Inderes

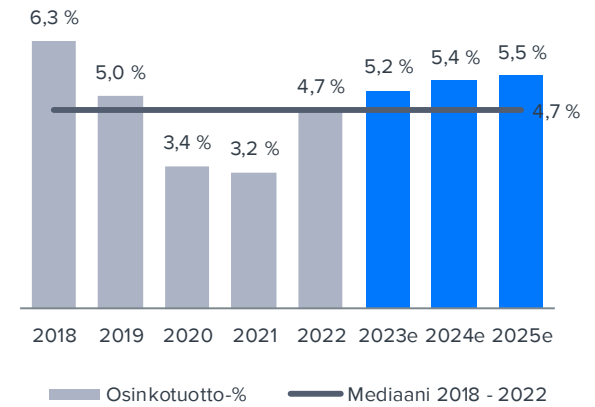
P/E (oik.)



EV/EBIT (oik.)



Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

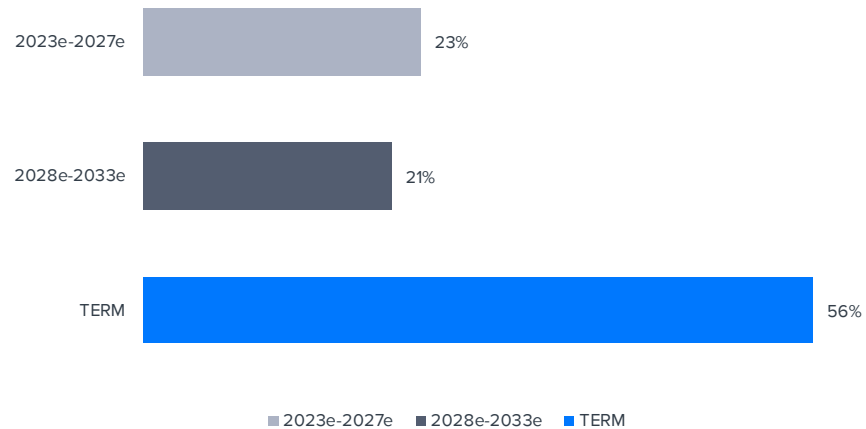
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Alma Media	730	861	12,9	11,9	10,3	9,6	2,8	2,7	14,7	13,3	4,8	5,4	3,3
Agora SA	286		2,2	4,0	2,5	6,4							0,5
Future PLC	1002	1518	5,2	5,1	4,7	4,6	1,7	1,6	5,1	4,9	0,5	0,6	0,8
Gannett Co Inc	291	1267	12,6	12,4	4,7	5,2	0,5	0,5	15,1				0,5
Lagardere SA	2964	6799	14,2	13,1	9,3	8,2	0,9	0,8	10,9	9,8	6,2	6,0	2,5
Arnoldo Mondadori Editore SpA	495	730	8,4	8,0	5,2	5,1	0,8	0,8	8,2	7,9	6,0	6,2	1,7
New York Times Co	5673	5325	21,0	17,8	15,8	14,0	2,4	2,2	30,1	26,2	1,1	1,2	3,7
Rizzoli Corriere della Sera Mediagroup SpA	371	540	5,8	5,4	3,8	3,7	0,6	0,6	7,1	6,5	8,4	8,4	0,9
TX Group AG	1141	1213	13,2	9,6	6,6	5,5	1,2	1,1	12,0	9,6	6,3	4,1	0,4
Promotora de Informaciones SA	402	1097	13,1	10,4	6,9	6,0	1,2	1,2		10,8			
Vocento SA	88	183	13,9	10,4	5,5	4,9	0,5	0,5	17,6	11,1	6,1	3,3	0,4
Auto Trader Group PLC	6590	6647	18,9	17,0	17,8	16,3	11,6	10,6	24,4	22,4	1,4	1,5	10,3
Carsales.Com Ltd	5550	6245	28,3	22,0	24,0	18,9	13,2	10,3	32,0	27,7	2,5	2,8	2,9
Moneysupermarket.Com Group PLC	1627	1701	13,9	12,2	11,5	10,4	3,5	3,3	17,0	15,3	4,6	4,8	6,2
REA Group Ltd	11024	11226	33,4	27,4	28,1	23,7	15,2	13,4	47,4	38,5	1,2	1,4	12,2
Rightmove PLC	5012	4977	16,5	15,3	16,2	15,1	12,0	11,1	21,4	19,8	1,6	1,8	63,9
Schibsted ASA	4047	4552	42,7	28,6	22,2	18,0	3,4	3,2	53,0	31,0	1,0	1,2	1,6
Scout24 SE	4508	4614	19,8	17,2	16,8	14,8	9,3	8,4	26,6	23,2	1,8	1,9	3,1
Seek Ltd	5032	5840	21,1	19,9	16,9	15,9	7,5	7,4	31,7	29,5	2,0	2,3	3,1
Stroeer SE & Co KgaA	2590	4248	16,5	14,0	7,7	6,9	2,3	2,1	16,2	13,2	4,7	5,2	5,4
Adevinta ASA	7821	9817	23,9	18,1	15,3	12,7	5,4	4,8	29,7	22,7		0,1	1,0
<b>Alma Media (Inderes)</b>	<b>733</b>	<b>860</b>	<b>12,7</b>	<b>12,2</b>	<b>10,2</b>	<b>9,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>15,0</b>	<b>14,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>3939</b>	<b>15,7</b>	<b>13,6</b>	<b>11,5</b>	<b>10,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>20,4</b>	<b>17,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>6,5</b>
<b>Mediaani</b>		<b>4248</b>	<b>14,0</b>	<b>12,8</b>	<b>9,8</b>	<b>8,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>17,3</b>	<b>14,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-9 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>	<b>19 %</b>	<b>22 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>0 %</b>	<b>45 %</b>	<b>92 %</b>	<b>19 %</b>

Lähde: Refinitiv/ Inderes

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,1%	-1,0%	1,3%	1,8%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Liikevoitto-%	25,9%	21,8%	22,2%	22,6%	22,8%	23,0%	23,0%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
<b>Liikevoitto</b>	<b>80,0</b>	<b>66,7</b>	<b>68,6</b>	<b>71,3</b>	<b>73,7</b>	<b>76,3</b>	<b>78,2</b>	<b>81,9</b>	<b>84,0</b>	<b>86,1</b>	<b>88,2</b>	<b>90,5</b>	
+ Kokonaispoistot	17,2	17,2	17,3	17,3	16,5	16,2	15,3	14,5	14,4	14,4	14,5	14,5	
- Maksetut verot	-16,2	-12,8	-13,9	-14,5	-15,3	-16,0	-16,5	-17,3	-17,8	-18,2	-18,7	-19,1	
- verot rahoituskuluista	1,1	-1,4	-0,9	-0,9	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	5,0	-0,6	0,6	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>87,0</b>	<b>69,2</b>	<b>71,8</b>	<b>74,1</b>	<b>75,6</b>	<b>77,3</b>	<b>78,0</b>	<b>80,1</b>	<b>81,6</b>	<b>83,3</b>	<b>85,1</b>	<b>86,8</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-17	-14	-14,0	-14,0	-14,0	-14,5	-14,5	-14,5	-14,5	-14,5	-14,5	-14,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>63</b>	<b>55</b>	<b>57,8</b>	<b>60,1</b>	<b>61,6</b>	<b>62,8</b>	<b>63,5</b>	<b>65,6</b>	<b>67,1</b>	<b>68,8</b>	<b>70,6</b>	<b>72,1</b>	
+/- Muut	10,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	73	55	57,8	60,1	61,6	62,8	63,5	65,6	67,1	68,8	70,6	72,1	1333
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>53</b>	<b>51,2</b>	<b>49,3</b>	<b>46,8</b>	<b>44,1</b>	<b>41,3</b>	<b>39,5</b>	<b>37,4</b>	<b>35,5</b>	<b>33,7</b>	<b>31,8</b>	<b>589</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1053	1000	949	899	853	808	767	728	690	655	621	589
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1053</b>											
- Korolliset velat		-174											
+ Rahavarat		30											
-Vähemmistöosuus		-4											
-Osinko/pääomapalautus		-36											
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>876</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,7</b>											

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,4
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	230	275	309	306	310	EPS (raportoitu)	0,33	0,53	0,88	0,58	0,62
Käyttökate	58,9	73,5	97,2	83,9	86,0	EPS (oikaistu)	0,36	0,58	0,72	0,59	0,62
Liikevoitto	43,1	56,8	80,0	66,7	68,6	Operat. kassavirta / osake	0,71	1,00	1,06	0,84	0,87
Voitto ennen veroja	42,2	56,3	86,9	60,8	65,1	Vapaa kassavirta / osake	1,32	-1,28	0,89	0,67	0,70
Nettovoitto	95,5	43,6	72,4	47,9	50,8	Omapääoma / osake	2,23	1,99	2,49	2,63	2,79
Kertaluontoiset erät	-2,2	-4,3	6,6	-0,9	-0,5	Osinko / osake	0,30	0,35	0,44	0,46	0,48
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	333,9	518,4	495,2	492,4	489,8	Liikevaihdon kasvu-%	-8 %	20 %	12 %	-1 %	1 %
Oma pääoma	204,5	166,5	205,9	217,7	230,7	Käyttökateen kasvu-%	-18 %	25 %	32 %	-14 %	2 %
Liikearvo	150,7	294,5	294,4	294,4	294,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-8 %	35 %	20 %	-8 %	2 %
Nettovelat	-6,3	182,7	143,7	129,3	112,4	EPS oik. kasvu-%	-3 %	61 %	24 %	-17 %	5 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	25,6 %	26,7 %	31,5 %	27,4 %	27,8 %
Käyttökate	58,9	73,5	97,2	83,9	86,0	Oik. Liikevoitto-%	19,7 %	22,2 %	23,8 %	22,1 %	22,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	8,5	14,0	5,0	-0,6	0,6	Liikevoitto-%	18,7 %	20,6 %	25,9 %	21,8 %	22,2 %
Operatiivinen kassavirta	58,7	82,1	87,0	69,2	71,8	ROE-%	15,4 %	25,1 %	39,3 %	22,8 %	22,8 %
Investoinnit	-30,8	-190,3	-17,5	-14,0	-14,0	ROI-%	17,4 %	17,8 %	20,6 %	17,7 %	18,4 %
Vapaa kassavirta	109,0	-105,4	73,1	55,2	57,8	Omavaraisuusaste	63,7 %	34,7 %	45,8 %	48,8 %	52,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-3,1 %	109,7 %	69,8 %	59,4 %	48,7 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	3,3	3,8	3,0	2,8	2,7						
EV/EBITDA (oik.)	12,8	14,4	9,5	10,2	9,8						
EV/EBIT (oik.)	16,7	17,3	12,5	12,7	12,2						
P/E (oik.)	24,7	18,6	13,1	15,0	14,3						
P/B	4,0	5,4	3,8	3,4	3,2						
Osinkotuotto-%	3,4 %	3,2 %	4,7 %	5,2 %	5,4 %						

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>432</b>	<b>429</b>	<b>426</b>	<b>422</b>	<b>419</b>
Liikearvo	295	294	294	294	294
Aineettomat hyödykkeet	91	87	86	84	81
Käyttöomaisuus	35	34	32	31	30
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	7,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	3,6	8,8	8,8	8,8	8,8
Laskennalliset verosaamiset	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>86,1</b>	<b>66,2</b>	<b>66,6</b>	<b>67,3</b>	<b>68,5</b>
Vaihto-omaisuus	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset varat	2,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	32	35	35	36	36
Likvidit varat	52	30	31	31	32
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>518</b>	<b>495</b>	<b>492</b>	<b>490</b>	<b>488</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>167</b>	<b>206</b>	<b>218</b>	<b>231</b>	<b>244</b>
Osakepääoma	45	45	45	45	45
Kertyneet voittovarot	91,2	132	143	156	170
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Muu oma pääoma	19	20	20	20	20
Vähemmistöosuus	3	2	2	2	2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>263</b>	<b>191</b>	<b>177</b>	<b>159</b>	<b>140</b>
Laskennalliset verovelat	19	17	17	17	17
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	227	164	150	132	113
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	17,1	10,2	10,2	10,2	10,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>97</b>	<b>100</b>	<b>103</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	8	10	10	12	13
Lyhytaikaiset korottomat velat	76	81	80	81	83
Muut lyhytaikaiset velat	5,3	7	7,0	7,0	7,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>518</b>	<b>495</b>	<b>492</b>	<b>490</b>	<b>488</b>



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesin, voivat liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16.2.2020	Vähennä	8,80 €	8,70 €
12.3.2020	Vähennä	6,80 €	6,54 €
26.3.2020	Vähennä	6,50 €	6,50 €
12.6.2020	Lisää	8,00 €	7,10 €
20.7.2020	Lisää	8,00 €	7,06 €
23.10.2020	Lisää	8,50 €	7,84 €
13.1.2021	Vähennä	9,50 €	9,54 €
18.2.2021	Vähennä	9,00 €	9,14 €
8.3.2021	Lisää	10,00 €	9,50 €
13.4.2021	Lisää	10,00 €	9,22 €
22.4.2021	Lisää	11,00 €	10,46 €
28.5.2021	Lisää	10,50 €	9,80 €
19.7.2021	Lisää	12,50 €	11,80 €
22.7.2021	Vähennä	12,00 €	11,60 €
17.9.2021	Vähennä	11,50 €	10,90 €
22.10.2021	Vähennä	12,00 €	12,48 €
17.2.2022	Lisää	11,00 €	10,00 €
14.3.2022	Vähennä	11,00 €	10,60 €
25.4.2022	Lisää	11,00 €	9,58 €
13.6.2022	Vähennä	11,00 €	10,50 €
21.7.2022	Vähennä	11,00 €	10,30 €
21.10.2022	Lisää	10,50 €	9,10 €
17.2.2023	Lisää	10,50 €	9,63 €
24.4.2023	Lisää	10,50 €	9,04 €
10.6.2023	Lisää	10,00 €	8,92 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**